

Les récentes théories des crises fondées sur les disparités des prix

Thèse pour le Doctorat

présentée et soutenue le 28 novembre 1940

PAR

Jean-Marie DELETTREZ

Président : M. BAUDIN, Professeur.

Suffragants { M. LHOMME, Professeur à la Faculté
de Droit de Lille.
M. Jean MARCHAL, Professeur à la
Faculté de Droit de Nancy.

PARIS

ÉDITIONS A. PEDONE

LIBRAIRIE DE LA COUR D'APPEL ET DE L'ORDRE DES AVOCATS

13, rue Soufflot, 13

—
1940

Les récentes théories des crises
fondées sur les disparités des prix

La Faculté n'entend ni approuver ni désapprouver les opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

Les récentes théories des crises fondées sur les disparités des prix

Thèse pour le Doctorat

présentée et soutenue le 28 novembre 1940

PAR

Jean-Marie DELETTREZ

Président : M. BAUDIN, Professeur.

Suffragants { M. LHOMME, Professeur à la Faculté
de Droit de Lille.
M. Jean MARCHAL, Professeur à la
Faculté de Droit de Nancy.

PARIS

ÉDITIONS A. PEDONE

LIBRAIRIE DE LA COUR D'APPEL ET DE L'ORDRE DES AVOCATS

13, rue Soufflot, 13

—
1940



INTRODUCTION

Au début du ^{xx}^e siècle, l'équilibre économique assuré par le mécanisme des prix, s'il n'était pas dépourvu d'oscillations, permettait néanmoins des progrès réguliers et rapides de la vie économique.

Les prix, expressions monétaires chiffrant les rapports entre la monnaie et les biens, assuraient une adaptation spontanée de l'offre et de la demande. Les hommes, et plus encore les capitaux, subissaient l'attrait des plus fortes rémunérations ; les prix des marchandises et des services permettaient aux entrepreneurs de régler leur production d'après les besoins économiques réels. Leur fléchissement continu, si l'on considère une période de temps suffisamment longue, permet une diffusion de plus en plus large des biens. Il faut aujourd'hui pour longtemps sinon pour toujours, considérer cet équilibre comme un idéal révolu. Les expériences monétaires ont fait subir au mécanisme des prix des pressions qui l'ont faussé. Sans vouloir dès à présent rechercher si ces expériences sont la cause essentielle du trouble ou un aspect somme toute secondaire, il n'est pas possible de nier l'importance qu'a prise peu à peu la monnaie dans la vie économique.

* * *

La monnaie dans la tradition classique n'était qu'un instrument d'échange. Mais lorsque l'on s'efforça d'expliquer les troubles économiques, il fallut bien reconnaître qu'en séparant l'offre de la demande, confondus dans le troc, la monnaie retardait l'établissement de l'équilibre. La responsabilité du détenteur de monnaie est grande : la hâte avec laquelle il va procéder à ses achats, l'objet même de ses dépenses vont faciliter ou contrarier l'adaptation de la production à la consommation.

C'est ainsi que pour M. Hayek la loi des débouchés assure la

permanence de l'équilibre dans une économie « naturelle », mais l'apparition de la monnaie tend à détruire cet équilibre.

L'étude de l'action de la monnaie sur les prix fut longtemps faussée à son point de départ. Le prix est déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande, puis la monnaie vient permettre les transactions : telle fut l'origine des théories qui attribuèrent à la monnaie, fait extérieur aux transactions, une action mécanique sur les prix, ou bien au contraire lui firent subir les effets des mouvements des prix — théories fort diverses qui se rangèrent sous les termes généraux de « théories quantitatives » et « théories antiquantitatives ».

La place éminente que la monnaie conquiert dans la vie économique conduisit à reconsidérer le problème. La monnaie ne se superpose pas aux transactions dont naîtra le prix, elle y figure en imprégnant l'offre et la demande. Dès lors il est vain de prétendre découvrir une relation mécanique de cause à effet entre la monnaie et les prix, que l'on attribue le rôle moteur à la monnaie ou aux mouvements des prix. Il y a bien plutôt pénétration, inter-réactions constantes, et la vérité sera dans une synthèse des opinions divergentes. Sous sa forme la plus souple, la théorie quantitative ou mieux la notion quantitative, attribue les fluctuations du niveau général des prix aux mouvements de la monnaie, mais non exclusivement et sans qu'elles leur soient absolument proportionnelles. Tandis que ses partisans placent les sources de déséquilibre dans le premier membre de l'équation des échanges, ceux qui la combattent les placent dans le second. La théorie antiquantitative apparaît surtout comme une réaction contre les excès de la théorie quantitative : les déséquilibres, à en croire ses adeptes, peuvent prendre naissance non seulement dans les mouvements de la monnaie mais aussi dans les prix.

C'est ainsi que Mongin (1), convaincu de la stabilité de la valeur de la monnaie, lorsqu'il entreprend d'expliquer les mouvements des prix, établit que seuls les prix particuliers varient et que ce sont ces changements dans la valeur des biens considérés isolément qui provoquent les variations du niveau général des prix. Il amorce la critique du niveau général des prix et nombreux seront les économistes qui le suivront dans cette voie.

(1) Cf. *Revue d'Economie politique*, 1887-1888, et aussi « La monnaie et la mesure des valeurs ».

De même M. Laughlin (1) ne peut admettre l'existence d'un « niveau abstrait des prix indépendant des prix particuliers ». Les mouvements qu'on lui attribue ne possèdent pas d'existence propre, ils ne sont que le reflet des mouvements des éléments qui le composent.

M. Nogaro (2) poursuit dans le même sens l'examen de la formation des prix. Une augmentation de la demande par exemple n'agira pas également sur tous les marchés parce qu'ils sont inégalement sensibles au jeu de l'offre et de la demande : le prix des produits manufacturés ne s'élèvera pas toujours, et même, par la production en grand qui abaisse le prix de revient et par le jeu de la concurrence, cette demande accrue peut provoquer indirectement leur baisse.

Si l'on remonte plus haut, l'augmentation de la quantité de monnaie en circulation ne se traduira pas forcément par une égale augmentation de la demande sur tous les marchés, parce qu'elle ne se divise pas proportionnellement entre eux tous. Sur certains marchés par exemple, le besoin est déjà satisfait et se heurte à la satiété si la production dépasse la consommation. Pour ces deux raisons dont les effets s'ajoutent, il est clair que si la quantité de la monnaie s'accroît, même si l'on admet qu'elle aboutit à une augmentation de la demande générale, il n'en résultera pas sur tous les marchés considérés distinctement une action mécanique proportionnelle à l'accroissement de la quantité de monnaie. Son action revêt des formes infiniment plus diverses, ses effets sont bien plus complexes.

Ainsi par lentes étapes l'accord se réalise peu à peu au lieu de la division entre les économistes : la notion quantitative n'exclut plus désormais la notion qualitative. La psychologie après être entrée dans la formule de M. Fisher grâce à la vitesse de circulation, a pris notamment la première place dans la théorie du revenu : « Les mouvements de la circulation agissent non pas mécaniquement et automatiquement sur les prix, mais seulement dans la mesure où ils modifient les revenus et les estimations individuelles (3). »

Il ne suffit pas de constater que les fluctuations du niveau général des prix sont en relation étroite avec les mouvements de la

(1) J. L. Laughlin : *Money, credit and prices*, t. II, p. 718.

(2) *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*.

(3) Aftalion : *Monnaie et industrie*, p. 5.

monnaie pour pouvoir tenter avec quelque chance de succès de résoudre le problème ; il faut étudier par delà les formules les termes de l'équation des échanges et suivre la marche des revenus. Leur orientation, leur emploi, d'après les désirs ou les goûts de leurs possesseurs, commandent les mouvements des prix particuliers.

Dans les pays où les désirs individuels diffèrent peu les uns des autres, ce souci de psychologie perd de son importance. Les revenus s'orientent dans des directions sensiblement parallèles, les prix particuliers ne subissent pas de grandes divergences : la théorie quantitative acquiert une certaine exactitude. On en vient aisément à prétendre « diriger » la monnaie, sinon à y réussir.

Mais ces conditions marquent l'étroitesse du champ où l'on peut se satisfaire de la notion quantitative. Seule l'étude des prix relatifs peut permettre de donner au problème une solution d'ordre général et non plus restrictive.

* * *

La marche du progrès économique ne se poursuit pas suivant un rythme régulier : tantôt son cours se précipite, tantôt il ralentit ou même fait place à une régression. Certaines tendances qui l'entraînent dans un rythme plus rapide ou plus lent peuvent poursuivre leur action durant plusieurs dizaines d'années dans le même sens ; d'autres au contraire sont saisonnières ou n'ont qu'une faible amplitude dans le temps. Les plus intéressantes enfin se traduisent par une alternance de hausse ou de baisse des prix à peu près périodique : ce sont les cycles.

Il est d'usage courant de les désigner aussi par le mot de « crise », mais ce terme ne désigne en son sens propre que l'instant où la période ascendante s'arrête pour faire place à la dépression, et c'est abusivement qu'on l'étend à cette dernière période tout entière.

L'usage de ces termes de « prospérité » et « dépression » implique une vision quelque peu tendancieuse des faits. Il n'en faudrait pas conclure que la « prospérité » soit exempte d'inconvénients, que rien dans son cours ne puisse être la cause des maux qui s'ensuivront, et il importe à l'inverse de ne pas oublier que la dépression fait bénéficier le consommateur de la baisse des prix et oblige le producteur à déployer toute son activité. Ces termes ne traduisent qu'un aspect superficiel de problèmes plus complexes dont ils ne sauraient rendre compte.

« Deux questions se posent, écrit M. Louis Baudin. Quelles sont les causes de cette alternance ? et pourquoi l'une des périodes, dite de dépression, est-elle regardée comme désastreuse ? Ces deux questions, généralement confondues, sont nettement distinctes l'une de l'autre. En effet, si toutes les activités économiques traçaient dans le temps des courbes parallèles, les individus n'auraient pas à en souffrir. Le système entier se déplacerait sans modifier les rapports qui existent entre ses parties ; le « nominal » changerait, le « réel » resterait immuable... L'origine du trouble doit donc être cherchée, non dans les mouvements cycliques, mais dans le fait que les différents éléments de l'économie ne se conforment pas à ces mouvements » (1). Il ne suffit donc pas de découvrir et d'exposer la cause des fluctuations cycliques pour rendre compte par là même des maux qu'elles engendrent : l'origine de ces derniers doit être recherchée plus loin, dans les divergences qui surgissent entre les diverses activités économiques.

Généralement ce fut à des causes d'ordre monétaire que recoururent les économistes pour expliquer le rythme cyclique, sous des formes d'ailleurs fort différentes. Ils rendirent responsable des variations cycliques tantôt l'excès de création de monnaie par le développement du crédit, tantôt la restriction brutale apportée aux prêts bancaires — explications trop sommaires qui ne peuvent être retenues comme causes essentielles du cycle. C'est attribuer trop d'importance à la monnaie. Elle masque les attitudes et les actions : ce n'est pas l'offre de crédit qui suscite la demande de crédit mais l'inverse, et c'est cette dernière qui commande le cycle. Aussi l'économiste devra-t-il s'attacher plutôt aux raisons pour lesquelles les industriels viennent à envisager une extension de leur entreprise et recourent au crédit bancaire. Dans l'espoir du profit ils développent leur outillage, augmentent le nombre de leurs ouvriers ; les revenus ainsi créés, à leur arrivée sur le marché, majorent les prix des biens et de ce fait d'autres industries viennent à leur tour participer au mouvement d'expansion. Il suffit donc, si l'on admet ce processus cumulatif, qu'une seule industrie se trouve dans des conditions favorables et fasse largement appel au crédit et à l'épargne pour que tout le mécanisme se trouve de ce fait déclenché.

La monnaie n'est qu'un rouage du mécanisme. Etant donné que l'entrepreneur doit disposer de ressources immédiates alors que

(1) Cf. Baudin : *La monnaie et la formation des prix*, p. 526.

la production supplémentaire qui en est la contre-partie ne fera que bien plus tard son apparition sur le marché, ce décalage dans le temps suppose un réservoir monétaire.

Les phénomènes monétaires trouvent donc leur explication dans des phénomènes non-monétaires. Toutefois presque tous les économistes s'accordent à reconnaître l'influence exercée par la monnaie sur la longueur et l'amplitude du cycle économique. Le caractère d'anticipation de la valeur que possède la monnaie lui permet par le mécanisme du crédit d'amplifier considérablement le désir toujours latent chez l'homme d'affaires de développer son entreprise, de fournir au banquier des fonds susceptibles d'être prêtés, d'inviter enfin le consommateur à acheter sans attendre de disposer des ressources nécessaires. Mais cette amplification se traduit par une fragilité croissante. « Lancée par le rythme, pour ainsi dire, la monnaie l'a ensuite soutenu, et elle a été enfin dépassée par le boom lui-même (1) » ; en ce dernier stade la monnaie semble vidée de toute sa puissance, le potentiel de crédit diminue sans cesse et la hausse du taux d'intérêt enregistre sa chute, mais dans un élan irrésistible, appuyés l'un sur l'autre, la confiance et les prix s'élèvent ensemble et triomphent même des restrictions monétaires que les banquiers inquiets essaient de leur opposer (les Etats-Unis en 1928 en offrirent un exemple frappant).

Il faut admettre que le cycle est un mal nécessaire qui traduit la marche saccadée du progrès économique. Mais il importe, nous l'avons déjà vu, de serrer de plus près la réalité. S'attacher au seul niveau général des prix ne peut donner qu'une approximation grossière. Il faudrait alors supposer que tous les prix de tous les biens et services suivent une marche parallèle, varient au même degré — ce qui est d'autant moins le cas que le rythme s'amplifie davantage.

Tenter d'agir par des manipulations monétaires sur le niveau général des prix, c'est risquer de provoquer dans sa structure l'éclosion de nouvelles sources de déséquilibre. En dehors même de toute manipulation monétaire les prix particuliers ne subissent pas tous et au même degré les variations du niveau général des prix. Il se produit des discordances, des disparités, d'où naissent des stagnations et des arrêts momentanés de la vie économique, des inégalités sociales.

(1) L. Baudin : *La monnaie et la formation des prix*, p. 537.

Il ne s'agit plus alors de quantité de monnaie mais de son emploi, c'est-à-dire des achats qu'effectuent les détenteurs de monnaie. C'est ainsi qu'il est vain d'espérer triompher de ces disparités par l'économie dirigée. Dans sa tentative pour contrôler le niveau de prix par achat ou vente d'or ou de titres, par variation du taux d'escompte, l'institut monétaire est impuissant à agir sur la vitesse de circulation de la monnaie et ne peut contrôler davantage l'emploi donné à la monnaie (1).

* * *

Trois noms dominent cette thèse.

Wicksell d'abord, le précurseur, plus intéressant par sa nouvelle méthode d'étude des variations des prix que par ses conclusions sur la naissance des cycles.

M. Keynes et M. Hayek s'inspirèrent de son œuvre mais la prolongèrent avec tant de hardiesse que le maître eut renié ses disciples. Leurs noms sont inséparables ; bien moins par ce qui unit leurs œuvres que par ce qui les oppose. Rarement fossé plus profond, discordance plus irrémédiable, méthodes plus divergentes séparèrent deux économistes. Les controverses qui les mirent aux prises traduisent leur impossibilité de se comprendre : il est difficile pour le lecteur de juger d'un combat où les adversaires ne s'atteignent pas. Il serait vain de prétendre enfermer dans leurs œuvres les théories économiques anglo-saxonnes ou germaniques, mais tout aussi dangereux d'oublier que M. Keynes est Anglais et M. Hayek Autrichien.

L'ampleur donnée à l'étude de ces deux économistes ne se justifie pas seulement par leur importance mais par le faible écho qu'ils ont trouvé en France jusqu'à présent. M. Keynes y est surtout célèbre par son livre sur « les conséquences économiques de la guerre ». Ni *Treatise on money* ni les œuvres de M. Hayek ne sont traduits en français.

La quatrième partie consacrée aux théories de « sous-consommation » groupe des écrivains de moindre envergure qui ne peuvent pourtant être négligés (2).

(1) Cf. Louis Baudin : « Les facteurs de dépression d'après les banquiers anglais », *Revue d'Economie politique*, 1931, p. 79.

(2) M. Louis Baudin dans son traité sur *La monnaie et la formation des prix* a traité l'essentiel du sujet de cette thèse dans le chapitre « La monnaie et les disparités entre les prix » (p. 540-559).

PREMIÈRE PARTIE

KNUT WICKSELL

Introduction.

Lorsqu'en 1898 parut *Geldzins und guterpreise*, la théorie quantitative était tombée en discrédit. Pour peu que les crédits fussent accordés sur des garanties suffisamment sûres, pensait-on généralement, et d'après des principes bancaires solides, l'offre de crédit ne risquerait pas d'excéder les besoins du marché. Quant au niveau du taux de crédit bancaire, nul ne songeait à le mettre en discussion.

La vieille théorie quantitative reste pourtant, bien qu'abandonnée, la seule doctrine monétaire cohérente susceptible de fournir une base solide à l'étude du problème que se pose alors Wicksell : « pourquoi les mouvements de prix » ? Aussi partira-t-il de sa forme classique, telle qu'elle ressort des écrits de Ricardo. Mais comme la plupart de ceux qui ont tenté une analyse complète des facteurs économiques, conforme aux conceptions scientifiques modernes, il doit fatalement se trouver en conflit avec elle, car c'est une théorie d'ordre statique. « Faute de pouvoir l'accepter sans modifications, écrit-il dans sa préface à *Geldzins*, la seule solution possible était de poursuivre les traces du grand maître — de pousser jusqu'au bout les conséquences logiques de la conception fondamentale qui donna naissance à cette théorie, pour atteindre une doctrine à la fois cohérente et en accord avec les faits. »

Il s'attache en particulier à cette idée de Ricardo qu'un excès de monnaie agit dans deux directions différentes en même temps, hausse des prix et chute du taux. Or il constate que, contrairement à la thèse ricardienne, en général le taux demeura peu élevé durant les périodes de baisse de prix, et qu'inversement la cherté du crédit accompagna fréquemment la hausse des prix.

La théorie de Bohm-Bawerk lui permit de résoudre cette difficulté (1). D'après cet économiste, une relation étroite lie au taux réel le taux « naturel » qui gouverne la productivité marginale du capital (c'est-à-dire des méthodes indirectes de production en un univers sans monnaie) : ces deux taux tendent à coïncider, mais s'ils diffèrent, en ce cas la monnaie cesse d'être « neutre » envers les prix.

Les relations économiques ne peuvent s'expliquer clairement qu'en écartant, au moins provisoirement, le voile des facteurs monétaires. En s'appuyant sur la distinction du capital réel et du capital monétaire, il sera possible d'étudier les phénomènes de capital et d'intérêt dans l'hypothèse de l'absence de la monnaie ou du crédit, puis de voir les modifications qu'apporte leur introduction.

Les mouvements de prix s'expliquent dès lors bien simplement. Si le taux monétaire résulte d'une offre de monnaie très élastique, le taux naturel est déterminé par des conditions physiques. Toute discordance surgissant entre ces deux taux provoquera des mouvements de prix qui dureront jusqu'à ce que le taux monétaire, qui constitue ainsi la variable, s'aligne sur le taux naturel, c'est-à-dire se fixe, non plus arbitrairement, mais d'après l'excès ou la rareté relative des biens de capital réels.

Wicksell a toujours soutenu que son raisonnement ne faisait qu'amplifier la vieille théorie quantitative. Faute de statistiques suffisantes, il se contente de proposer ses développements, d'esquisser une politique monétaire, en insistant sur leur caractère incertain. Notamment il n'applique sa théorie qu'aux mouvements de longue durée, et non au rythme cyclique.

D'autre part il prétend, dans le premier chapitre de *Geldzins*, s'attacher surtout au niveau général des prix : la solution idéale serait de pouvoir le stabiliser, en dehors des variations inévitables des prix relatifs.

Pour cette double raison il peut paraître étrange de le faire figurer au seuil de cette étude. Son œuvre pourtant mérite une étude

(1) Cf. Hayek : *Prices and production*, conférence I, § 7. « Tandis qu'un premier courant de pensée s'attachait seulement à la relation entre le taux d'intérêt et le montant de monnaie en circulation, et par là au rapport du taux avec le niveau général des prix, un autre groupe d'économistes étudiait l'influence d'un accroissement de monnaie sur la production du capital, directement ou par l'intermédiaire du taux d'intérêt (Malthus). Le mérite de Wicksell fut de fondre ces deux courants en se basant sur la théorie de l'intérêt de Bohm-Bawerk. »

détaillée, non seulement en raison des suggestions intéressantes qu'elle contient, mais aussi et surtout pour les œuvres qu'elle inspira directement ou qui en procèdent de façon plus éloignée. La théorie du taux naturel, telle qu'elle est exposée dans *Geldzins und guterpreise*, met en relief l'influence du taux d'intérêt sur la production, l'importance que présente l'emploi de la monnaie envers les fluctuations de prix. Dans les années qui suivront, disciples et rivaux de Wicksell, et Wicksell lui-même, bâtiront des doctrines autour de ces quelques idées.

SECTION I — LA DOCTRINE DE WICKSELL

CHAPITRE PREMIER

Le taux naturel et le taux de prêt.

Marshall, en 1888, dans sa déposition devant la « Commission sur la circulation monétaire » (1) niait que l'afflux de métaux précieux puisse exercer une action directe sur les prix, et estimait qu'indépendamment des métaux précieux les instruments de crédit agissaient sur les prix. Cette théorie tend à conférer au taux d'escompte une puissance que l'examen des faits révèle inexacte, surtout en période de dépression. Wicksell, dans *Geldzins und guterpreise* (1898), vint pousser cette théorie à ses dernières conséquences : il suffit, pour déclencher des mouvements de prix, de créer un écart entre le taux d'escompte et le « taux naturel » de l'intérêt.

§ 1. — *Taux naturel et taux de prêt.*

Il existe donc un taux d'escompte qui est « neutre » envers les prix : celui que détermineraient l'offre et la demande si les prêts s'effectuaient sans intermédiaire de monnaie, en biens de production réels. Ce taux devra correspondre à peu près à la valeur du « taux naturel ».

Si l'intérêt obtenu pour un prêt d'argent, le profit réalisé à l'aide d'un bien de capital, ne sont pas identiques, ni liés immédiatement l'un à l'autre, il existe toutefois entre eux un certain lien, dont la nature et l'étendue méritent d'être éclaircies.

Considérons avec Wicksell un entrepreneur qui ne dispose

(1) Cf. Ch. Rist : « Théories relatives à l'action de l'or et du taux d'escompte sur le niveau général des prix. » *Revue d'Economie politique*, septembre 1935.

d'aucun capital liquide, qui a besoin d'argent pour se procurer des matières premières, payer salaires et rentes, subvenir à sa propre consommation. En définitive, cet argent dont il a besoin servira à acheter, directement ou non, des biens de consommation. Pour simplifier, supposons d'autre part que ceux qui possèdent des biens de consommation utilisables sont des « capitalistes » — en ce sens qu'ils n'ont aucun besoin immédiat de ces biens, ni de ce qu'ils produisent, en nature ou en argent.

Il est permis de supposer que c'est en nature que l'entrepreneur empruntera ces biens de consommation, et que, la production terminée, il remboursera l'emprunt en nature, directement ou après échange de ce qu'il aura produit contre d'autres biens (Wicksell suppose expressément que les prix des biens relatifs demeurent inchangés). Le taux qu'il devra payer au « capitaliste » sera déterminé sur le marché de prêt par l'offre et la demande de capital. Sa limite supérieure sera la différence entre le produit total de son entreprise et le total des coûts : cette limite dépend donc de la productivité de l'affaire d'une part, du niveau des salaires et des rentes d'autre part. Les entrepreneurs se concurrençant pour obtenir ces prêts, il s'ensuit que le taux s'élèvera non loin de cette limite maxima ; le profit de l'entrepreneur se bornera donc à ce qui correspond à son travail mental.

Que l'on prête de la monnaie à ce taux, les mêmes conclusions subsistent. Et elles subsisteront encore, d'après Wicksell, si les changements des conditions de production permettent d'obtenir tel groupe de biens à moindre coût : le trouble se borne aux valeurs relatives, l'offre accrue d'un groupe de biens accroît la demande de tous les autres.

Mais en économie monétaire le taux d'escompte peut différer du taux naturel, parce que l'offre et la demande de capital ne se rencontrent que sous forme de monnaie, dont la quantité utilisable pour les besoins de capital peut être modifiée arbitrairement par les banques.

§ 2. — *La divergence de ces taux et ses effets sur les prix.*

Soit une telle discordance entre les deux taux. L'équilibre économique est de ce fait même détruit. Il peut se faire que les prix restent tout d'abord inchangés ; les entrepreneurs subiront alors une perte qui sera compensée par un égal bénéfice des capitalistes, ou l'inverse, tant que subsistera cette discordance des taux. Ils

seront ainsi conduits à modifier l'échelle de leurs affaires : la réaction sur les prix sera alors certaine.

Le taux bancaire n'est pas seul variable. Le taux naturel n'est pas fixe. Il dépend en général de l'efficacité de la production, du capital fixe ou liquide utilisable, de l'offre de travail et de terre, de tout ce qui détermine la situation économique d'une communauté.

Il ne faut pas attendre de coïncidence absolue entre les deux taux, le taux naturel varie de façon continue tandis que le taux d'escompte le suit par bonds de $1/2$ ou 1% . Cette réserve faite, on ne peut douter, suivant Wicksell, qu'un degré suffisant de coïncidence n'empêche des fluctuations importantes des prix. Ce n'est qu'au sens relatif, et non par une relation directe, que le taux monétaire a une signification en ce qui concerne les mouvements de prix.

L'action de la déviation du taux sur les prix entraîne d'ailleurs la réaction inévitable : les mouvements de prix modifient les demandes de prêt et tendent de cette façon à rétablir le taux monétaire au niveau du taux d'équilibre, à supprimer la source de trouble qui leur avait donné naissance.

Ce n'est pas directement, comme on peut le croire par une simplification trop poussée, que le taux d'escompte influence les prix, mais par l'intermédiaire du taux à long terme. Si la chute du taux à court terme se prolonge suffisamment, le taux à long terme tendra à son tour à baisser, stimulant ainsi la production et les échanges et provoquant une hausse générale des prix. Presque toutes les affaires travaillent avec du capital emprunté, ou n'attendent qu'une occasion favorable pour le faire : ainsi, le taux influence-t-il la production, sans que l'accroissement de production ait lieu nécessairement. Et souvent une chute très faible du taux déclenchera une violente hausse des prix, d'autant plus que le crédit aura une plus grande part dans la production.

Un changement de taux accidentel et temporaire n'aura d'effet que sur les mouvements de capitaux internationaux. Aussi ne faut-il pas attendre de corrélation précise entre le taux bancaire et les prix. Leur influence directe et mutuelle n'est d'abord que grossière ; d'autres facteurs peuvent la masquer ou l'annuler. Mais que le taux à long terme bouge à son tour, et les prix varieront.

Wicksell en arrive à soutenir qu'une déviation persistante des deux taux a des effets non seulement permanents mais cumulatifs

sur le niveau de prix des biens — ce que M. Cassel (1) juge « un paradoxe qu'il n'est possible d'imaginer qu'en négligeant les réactions sur le marché du capital d'un abaissement injustifié du taux d'intérêt ». Wicksell reconnaît qu'en cas de hausse soudaine et violente des prix les titulaires de revenus fixes doivent restreindre leur consommation ; cette restriction équivaut à une accumulation de capital et à ce titre abaisse le taux naturel, mais Wicksell juge cette réaction généralement secondaire.

Une fois la hausse répartie uniformément, l'équilibre des prix relatifs se trouve à nouveau restauré. Si le taux revient à son ancien niveau, en coïncidence avec le taux naturel, la hausse de prix reste acquise ; mais l'effet devient cumulatif si le taux reste inférieur au taux naturel. En effet, la hausse de prix a élevé non seulement les coûts de l'entrepreneur mais aussi ses recettes ; le taux reste avantageux et l'incite à développer sa production, à offrir davantage aux facteurs de production pour les attirer. Une nouvelle hausse des biens de consommation s'ensuit et le processus se répète. Il en est de même en ce qui concerne l'investissement durable : l'abaissement du taux permet d'élever les salaires, ce qui provoque une demande plus grande de tous les biens et accroît de ce fait le revenu de l'investissement. Qu'il y ait surproduction relative, l'équilibre des prix relatifs se rétablira, tandis que le niveau général des prix ne cessera de croître.

Le mouvement de hausse en vient même, dans une certaine mesure, à se soutenir lui-même. Après une période de hausse ininterrompue l'entrepreneur anticipe la hausse à venir, ce qui équivaut à un abaissement correspondant du prix du crédit. Et cette nouvelle diminution — virtuelle — du taux étend son effet de ceux qui travaillent avec de l'argent emprunté à tous les acheteurs car tous attendent la hausse.

Ainsi, pourvu que la situation générale du marché reste la même durant la période considérée, toute chute permanente du taux d'escompte par rapport au taux naturel entraîne la hausse du niveau général des prix, sans nulle interruption ni limite, et inversement.

Ce mouvement du niveau général des prix se répartit plus ou moins uniformément, aux différents moments considérés, sur les

(1) Cf. Wicksell : *Lectures on political economy*, t. I, p. 251, « appendice sur le système économique de Cassel ».

prix relatifs. Tandis que ceux-ci peuvent se comparer à un pendule qui satisfait aux conditions d'un équilibre stable, le niveau général des prix évoque un cylindre sur un plan horizontal. Le cylindre bouge sous l'action d'une force ; tant que l'action de cette force s'exerce, le mouvement se poursuit en s'accélégrant, persiste même un certain temps après qu'elle a cessé, sans aucune tendance à revenir à sa position originelle.

L'effet de la déviation des taux sur les prix dépendra de la durée de cette déviation. Plusieurs fois Wicksell a eu l'occasion de revenir sur ce point. Tout dépendra donc en définitive de la mesure dans laquelle les banques pourront résister à la réaction du mouvement des prix, qui tend à rétablir l'équilibre des taux. Les institutions de crédit peuvent-elles maintenir leur taux d'escompte au niveau choisi ou doivent-elles rapidement s'aligner sur le taux naturel ?

§ 3. — *Rôle des banques.*

Dans un système monétaire élastique où la réaction aux changements de prix est faible, on pourrait longtemps maintenir une discordance des taux, avec un effet considérable sur les prix. La concentration dans les banques de la fonction de prêter, l'emploi des méthodes de clearings, ont accru considérablement la fluidité de la monnaie qui peut de plus en plus s'accommoder de toute demande. L'offre de monnaie n'est plus une grandeur indépendante, mais est fixée par la demande.

Wicksell élimine l'idée de « solvabilité », en ce qui concerne l'ensemble des banques (1). Tout retrait de dépôt se traduit par un dépôt dans une autre banque : la communauté bancaire peut donc accorder des crédits sans se soucier de leur importance, de leur durée, du taux de prêt ou de la durée des dépôts, et sans pour cela mettre en danger la solvabilité.

Certaines limites subsistent toutefois. Ainsi une banque consi-

(1) Cf. *Interest and prices*, ch. VIII, où Wicksell expose cette idée paradoxale au premier abord. « Peu leur importe, écrit-il, si la date à laquelle elles devront rembourser les dépôts effectués à leurs guichets correspond ou non à la date de remboursement de leurs prêts. Le retrait d'un dépôt affecte une banque particulière mais non l'ensemble des banques. Aussi, considérées dans leur ensemble, peuvent-elles prêter tout montant pour toute période à n'importe quel taux, sans que leur solvabilité globale soit en rien affectée même si durant ce temps les dépôts deviennent exigibles. Il s'ensuit que les banques peuvent élever à leur gré le niveau général des prix. »

dérée isolément doit se conformer à la ligne de conduite générale sous peine de risquer l'insolvabilité ou la perte de ses clients. Il en est de même des banques d'une nation considérée en particulier. Mais les banques du monde (1) (au moins des pays à gold-standard) pourraient-elles, par un accord général, maintenir de façon durable un taux d'escompte inférieur au taux naturel ? Du seul point de vue solvabilité, si l'on suppose un système de crédit pleinement développé, il n'y a d'autre limite que celle qui naît de l'absorption du métal dans les emplois industriels (la chute du pouvoir d'achat de la monnaie décourage la production d'or, accroît la consommation d'or dans l'industrie, creuse un déficit qui ne pourra être comblé qu'en puisant dans les stocks bancaires) (2). Wicksell craindrait plutôt que la hausse des prix n'élevât les besoins de la circulation monétaire et n'amenât par là une contraction dangereuse des réserves bancaires ; toutefois, remarque-t-il, la pratique des paiements par chèques, le développement des techniques bancaires atténuent cette menace. Il est douteux que l'on atteigne en fait cette limite ; les réserves bancaires sont importantes, les émissions inférieures aux restrictions légales. Les banques disposent encore d'une marge importante pour abaisser leur taux.

De même la question inverse peut se poser : y a-t-il quelque obstacle empêchant les banques de maintenir leur taux au-dessus du taux naturel ? Ce n'est plus un problème de solvabilité qui se pose mais de clientèle. Elles devront sans doute élever considérablement le taux d'intérêt des dépôts, pour éviter que les prêts privés ne se substituent aux prêts bancaires ; même les Banques Centrales devront payer un intérêt aux dépôts, si elles veulent garder le contrôle du marché. Il y aura alors chute illimitée des prix ; la hausse du pouvoir d'achat de l'or accroîtra sa production, restreindra sa consommation, la circulation monétaire se videra au profit des banques. Les banques seront obligées d'accueillir les nouveaux dépôts. Si elles en disposent de façon productive, ceci ne restreindra pas l'excès de monnaie. Elles devront finalement

(1) Cf. *Interest...*, p. 113.

(2) Dans les conditions actuelles, remarquait Wicksell, il y a une quantité d'or considérable en circulation (ou de billets, ce qui revient généralement au même). La limite est donc bien plus étroite. Une hausse de prix exerce son influence non seulement sur la relation entre production et consommation d'or, mais bien davantage sur les demandes de la circulation monétaire. Le montant de l'or (ou billets) entre les mains du public étant bien supérieur aux réserves, une hausse minime peut provoquer une sérieuse contraction des réserves.

abaisser leur taux d'escompte pour stimuler la demande de monnaie. Ainsi le taux monétaire tendra toujours à coïncider avec un taux naturel toujours changeant, mais on peut douter que ce soit assez rapidement pour éviter les mouvements de prix.

L'habitude, la routine gardent une part prépondérante. La responsabilité des autorités bancaires, l'insuccès total de toute initiative isolée ne laissent le taux de prêt suivre le taux naturel que très lentement, après bien des hésitations.

En pratique, taux naturel et taux monétaire sont, de l'aveu de Wicksell, des conceptions plutôt vagues, qu'il est difficile de déterminer avec certitude, même d'un point de vue théorique. Ce qu'il faut retenir, c'est que le maintien d'un niveau de prix constant dépend, toutes choses égales d'ailleurs, du maintien d'un certain taux de prêt ; qu'une discordance permanente entre le taux d'escompte et le taux naturel a une influence profonde et cumulative sur les prix.

CHAPITRE II

Exposé approfondi de la théorie.

§ 1. — *Le taux naturel et les causes qui le déterminent.*

Wicksell (1) commence par étudier les théories de Jevons et de Bohm-Bawerk pour en dégager quelques idées sur la nature de l'intérêt et la part du capital dans la production.

Jevons (2) préfère distinguer entre capital « libre » et capital « investi » plutôt qu'entre capital fixe ou liquide. Il définit le capital libre comme « la réunion des biens nécessaires à la subsistance et à l'entretien des travailleurs, qui permettent d'attendre le résultat d'un travail de longue durée ». Son coût ne peut se résoudre uniquement en salaires payés aux travailleurs, il faut tenir compte également de ces autres salaires qui sont payés aux facteurs de production, et en particulier à la terre. Ainsi il importe de compléter la définition de Jevons, noter que le capital libre est destiné également à soutenir les possesseurs des facteurs de production autres que le travail : c'est un « fonds de salaires et rentes ».

Pour Bohm-Bawerk (3), le caractère essentiel de la production capitaliste, c'est le fait qu'une partie du travail et de la terre utilisables est employée à satisfaire une consommation plus ou moins éloignée dans l'avenir. La production courante se compose surtout de produits arrivés à maturité, qui ont été fabriqués au moyen de travail et de terre employés dans le passé. A tout moment, à tous les étages de la production, on peut constater l'existence de produits préliminaires et intermédiaires, qu'il appelle « capital », caractéristiques du processus capitaliste. Il est facile de généraliser cette proposition. Lorsque les travailleurs et propriétaires fonciers sont eux-mêmes entrepreneurs, leurs affaires

(1) *Interest and Prices*, ch. IX, « Exposé systématique de la théorie ».

(2) Cf. *Theory of political economy*, ch. VII.

(3) Cf. *Positive theorie des Kapitals*, 1^{re} édition, livre I, ch. II ; livre II, ch. II.

sont sujettes aux influences générales du marché. On peut donc imaginer que chacun se paie un salaire ou une rente au taux du marché, jusqu'à l'achèvement de sa production, de sorte qu'il utilise du capital : qu'il l'achète ou l'emprunte, le dépense réellement ou l'épargne.

Ainsi peuvent se combiner les recherches de ces deux économistes. A l'exception de la part que consomment les capitalistes sous forme d'intérêt, le total des biens de consommation produits en une période de production, en état stationnaire, peut être considéré comme un « fonds » destiné au paiement de salaires et de rentes, fonds qui représenterait à ce titre la demande (réelle) de travail et de terre. Un montant équivalent résulte de la combinaison du travail et des ressources naturelles et vient s'ajouter au capital investi. A tout moment une coupe du capital réel existant, qu'il soit fixe ou liquide, montrerait que la plus grande part prend la forme de capital investi. Mais une coupe dans le sens de la longueur permettrait de distinguer chaque « capital » pris isolément, qui voyage, plus ou moins vite, sur un sentier circulaire : au début et à la fin il prend la forme de capital libre, c'est-à-dire de bien de consommation.

Revenant à la distinction du capital fixe et du capital mobile, Wicksell appelle « biens producteurs de rente » des produits du travail doués d'une très grande durée, et qui de ce fait ne tardent pas à abandonner les attributs du travail pour ceux de la terre. En état stationnaire, ils sont maintenus plutôt que fabriqués ; le travail qui s'y applique peut être considéré comme un nouvel investissement de capital, et de même le remplacement des unités usées. D'autre part un des principaux caractères d'un système économique en voie de développement rapide, c'est qu'une part considérable du capital utilisable s'investit à long terme, c'est-à-dire en « bien producteurs de rente ». A la différence des biens de capital réels, la rente qu'ils produisent n'est pas compensée par le paiement d'intérêts (1).

Toute richesse sociale ne peut entrer dans un des compartiments de cette classification. Ainsi elle laisse de côté le développement des capacités humaines, les sources de revenu qui repré-

(1) Ainsi Wicksell restreint le terme de « capital » aux outils, machines... de durée relativement faible (il reconnaît que cette division est un peu arbitraire) et aussi aux matières premières, produits demi-manufacturés, et enfin biens de consommation fixes.

sentent le fruit d'un capital jadis investi (monopoles basés sur une découverte) (1).

Enfin une part importante de la production et de la consommation est liée à l'Etat (et par là même échappe à la libre concurrence). De même Wicksell néglige le fait que le capital change souvent de main avant la fin du cycle, pour ne chercher qu'un aspect relativement clair du jeu des forces économiques.

Si la production des biens consommés en une année impliquait toujours une proportion constante de travail et de terre (ou autre « bien producteur de rente »), il en résulterait nécessairement un excès permanent de travail ou de terre utilisable, et une chute illimitée — au moins en théorie — du niveau de prix de la catégorie en excédent. Mais, d'abord, terre et travail peuvent en une certaine mesure se substituer l'un à l'autre ; surtout, il n'y a pas deux biens dont la production demande la même proportion de ces facteurs. Après quelques oscillations un équilibre économique s'établit où tous les facteurs utilisables sont employés à des prix stables.

Le niveau moyen du taux du capital se détermine de façon analogue. Par exemple une épargne accrue accroîtra le capital liquide utilisable ; la concurrence des capitalistes élève salaires et rentes (et au moins au début les « biens producteurs de rente »), abaisse d'autant le produit du capital, ou son taux d'intérêt. Cet abaissement n'est pas sans limite car, de même que pour la proportion travail-terre, les diverses branches de production nécessitent des montants différents de capital liquide (et par suite seront différentes les longueurs relatives de la période de production et de la période d'investissement). La chute du taux rend plus rémunérateurs les processus de production qui impliquent une plus longue durée ; la période moyenne d'investissement du capital s'allonge, et la portion du « fonds de salaires et rentes » qui devient utilisable en toute période diminue d'autant.

Le raisonnement précédent est renforcé par une observation de M. Bohm-Bawerk, suivant laquelle dans presque toute entreprise on peut accroître l'efficacité des facteurs de production par un allongement approprié du processus de production sans que cette hypothèse soit indispensable à sa validité (2).

(1) Cette sorte particulière ne possède pas les propriétés des biens de capital au sens réel ni celles des biens producteurs de rente. Elle constitue une espèce particulière, avec des règles spéciales.

(2) Pour être complet, conclut Wicksell, il faudrait considérer l'influence qu'exercent ces changements sur la structure du capital. La quantité de biens de

§ 2. — *L'emploi de la monnaie.*

La différence du taux originel (*originaren*) dans le texte original incontrôlé et du taux contractuel constitue le profit de l'entrepreneur, et tend à être ramenée à zéro par la concurrence. On ne peut toutefois la négliger lorsque varie le niveau moyen des prix exprimés en monnaie, car cette variation naît de la différence des taux.

Transfert de capital, rémunération des facteurs de production, s'effectuent de façon indirecte, par l'intermédiaire de la monnaie : cela explique qu'une différence considérable des taux puisse persister longtemps. Les biens de production ne sont plus, comme dans l'hypothèse précédente, réellement empruntés ou prêtés, mais achetés ou vendus ; si leur demande s'accroît, ce ne sera plus le taux qui s'élèvera, mais les prix. Les deux taux atteindront bien une égalité finale, mais après et en raison d'un mouvement de prix, qui sert de ressort pour transmettre l'impulsion, ressort plus ou moins rigide suivant que l'on va de l'économie pure au système de banque et de crédit.

Pour rendre plus clair son raisonnement (1), Wicksell considérera un pays complètement stationnaire, où notamment les « biens producteurs de rente » se renouvellent seulement sans autre changement, où le capital liquide se maintient à un niveau constant, où la durée de la période de production est partout la même (un an par exemple), où enfin la production commence et s'achève en même temps.

Il y aura alors autant de biens de consommation que de capital réel liquide en sa forme libre (y compris ce dont les possesseurs du capital peuvent se créditer pour rémunérer le capital employé l'année précédente). Wickell suppose en outre que les entrepreneurs empruntent uniquement aux banques, et non directement aux capitalistes ; que les salaires et les rentes sont payés d'avance,

production durables (biens producteurs de rente) est susceptible d'expansion lorsque leur valeur en capital vient excéder leur coût de reproduction. L'état stationnaire se caractérise essentiellement par le fait que la valeur en capital sera au plus égale au coût de reproduction. Cette considération explique que dans une société rapidement progressive, le taux puisse être maintenu relativement haut sur une longue période en dépit de l'accumulation continue de capital.

(1) Ces hypothèses ne sont nullement essentielles à la validité du raisonnement. Bien au contraire, la transition de ces hypothèses aux faits ne fera que renforcer les conclusions qu'on en tire.

ce qui permet de se procurer aussitôt les stocks nécessaires pour un an.

Le processus est le suivant. Au début de l'année, les entrepreneurs empruntent aux banques une somme de monnaie K , égale à la valeur totale du capital réel utilisable (et par là même au total des biens de consommation achevés les années précédentes, diminué de l'intérêt payé aux capitaux empruntés). Cette somme, ils la verseront aussitôt aux ouvriers, aux propriétaires fonciers, et en prendront eux-mêmes une partie en rémunération de leur travail, du risque qu'ils courent et des « biens producteurs de rente » qu'ils peuvent posséder. Les consommateurs pourront grâce à cet argent acheter les biens utilisables, et K revient finalement aux banques sous forme de dépôts des négociants capitalistes. A la fin de l'année, la production est achevée, les entrepreneurs sont en mesure de faire face à leurs engagements (1). Si i est le taux contractuel, l'entrepreneur devra rembourser $K(1 + \frac{i}{100})$. Si l'on suppose que le taux que les banques accordent aux déposants est le même, leurs engagements et leurs créances se balanceront en fin d'année.

Quant aux fruits de la production, ils appartiennent d'abord aux entrepreneurs. Le prix qu'ils en obtiennent détermine les profits ou les pertes. En un état stationnaire comme celui que nous considérons, il n'y a ni profit ni perte, mais une rémunération analogue à celle que l'on obtiendrait en dirigeant l'affaire d'un autre.

Ainsi à la fin de l'année, les entrepreneurs en moyenne n'ont pas gagné plus de i . Ils acquittent leurs engagements envers les banques, et les banques envers leurs déposants. Les capitalistes possèdent leur capital sous sa forme primitive, en biens ; ils réalisent l'intérêt qui leur est dû ($\frac{i \cdot K}{100}$). Et le processus se répète.

Mais voici qu'une différence surgit entre le taux naturel et le taux contractuel. Par exemple, l'accroissement du nombre de travailleurs a diminué les salaires, ou bien le progrès technique a accru la productivité des facteurs de production, ou toute autre raison. Soit une hausse du taux naturel de $i + 1$ %.

Cette différence profitera d'abord aux entrepreneurs puisqu'en

(1) Il s'ensuit que le crédit accordé par les banques est d'un an. En pratique l'argent emprunté est d'un montant bien inférieur au capital réel utilisable employé en production, car souvent l'entrepreneur est lui-même capitaliste.

fin d'année, au niveau de prix normal, leur production se vendra $K \left(1 + \frac{i+1}{100}\right)$: ils réaliseront ainsi un profit supplémentaire se montant à $\frac{K}{100}$, tandis qu'ils céderont le reste de leur production au prix normal $K \left(\frac{1+i}{100}\right)$. En admettant qu'il y ait un certain accroissement de production, qu'il en résulte une chute de prix, elle sera faible, n'aura lieu qu'une fois et s'effacera devant l'effet cumulatif de la différence des taux sur les prix.

Chez les entrepreneurs apparaîtra une certaine tendance à développer leurs affaires sans que cela se traduise par une expansion réelle de production ; celle-ci nécessiterait une offre accrue de facteurs de production ou un allongement du procès, ce qui demande du temps. Cette tendance a pour premier effet d'accroître la demande de travail et autres facteurs de production. Salaires et rentes s'élèvent.

Pour faire face à cette hausse de leurs coûts monétaires, les entrepreneurs doivent emprunter davantage : si nous supposons que la hausse atteint tout de suite sa limite maxima, la chute du taux d'intérêt, ils demandent aux banques $1,01 K (1)$.

Travailleurs et propriétaires fonciers élèvent leur demande de biens de consommation au fur et à mesure que leurs revenus s'accroissent, et les prix montent d'autant : les biens se vendront désormais $1,01 K$. Les négociants verront bien grandir leurs recettes, mais sans qu'elles représentent un capital réel plus élevé. Wicksell écarte le cas où ils augmenteraient leurs dépenses (ce qui diminuerait la consommation des travailleurs et propriétaires, malgré l'accroissement de leurs revenus monétaires), et suppose qu'ils reversent aux banques cette somme accrue qu'ils ont reçue. Ainsi à la fin de l'année, salaires et rentes ont monté, comme les prix, de 1% et gardent donc la même valeur réelle qu'auparavant. Pratiquement, on ne peut donner même une approximation du degré de variation de prix née d'un changement relatif des termes de crédit ; sa répercussion est probablement assez violente pour expliquer tous les mouvements de prix qui surviennent dans la réalité.

(1) A cet accroissement de la demande de prêt les banques pourront faire face tout aussi aisément, sans que le taux d'intérêt ait à s'élever, et nous supposons que c'est le cas.

Supposons que l'année suivante les banques élèvent leur taux d'escompte au niveau du taux naturel. La hausse des prix, privée désormais de son impulsion, s'arrête, mais les prix ne reviendront pas pour cela à leur niveau antérieur. Un nouvel équilibre s'établit au niveau qu'ils ont atteint ; les entrepreneurs n'ont plus de profit supplémentaire et ne sont plus incités à développer leur activité.

Ainsi la différence des taux engendre un mouvement constant, plus ou moins uniforme, des salaires, des rentes et des prix. Mais dès que les entrepreneurs commencent à compter sur la répétition de ce procès, c'est-à-dire sur la variation de prix à venir, la variation réelle s'accélère. Au cas extrême où le mouvement de prix est entièrement escompté, il n'est plus possible de lui assigner de limite.

Dans la réalité des faits, les processus réels d'échange et de paiement ne sont pas annuels comme il a été supposé, mais se succèdent rapidement. L'apparition des profits multiplie les opérations spéculatives d'achat et revente. Ainsi de violentes fluctuations de prix peuvent naître d'une cause par elle-même insignifiante mais dont les effets sont durables.

L'inverse du cas étudié ci-dessus se présente lorsque le taux de prêt est supérieur au taux naturel.

Les entrepreneurs subissent des pertes qu'ils compensent par une réduction des salaires ou de leurs propres revenus. Ils se bornent aux activités les plus rémunératrices. La demande de travail et d'agents naturels se contracte, salaires et rentes diminuent, et, le montant de biens de consommation restant le même, il s'ensuit que les prix baissent. Le processus se poursuit jusqu'au rétablissement de l'équilibre entre les taux.

Si les faits sont en accord avec la théorie, l'apparence peut en être parfois différente. C'est qu'alors le mouvement de prix se superpose à un mouvement indépendant des salaires dissemblable ou même contraire. Si par exemple le taux naturel s'élève à la suite d'une diminution du capital réel (résultant d'une guerre par exemple), les salaires réels diminuent ; si d'autre part le taux monétaire au lieu de suivre le taux naturel, reste constant ou même s'abaisse à la suite d'une émission de papier-monnaie, il se peut que les salaires monétaires restent inchangés ou s'élèvent, mais les prix subissent une hausse plus forte encore que les salaires monétaires (1).

(1) Peut-être faut-il voir dans cette possibilité l'origine de l'idée fort commune que les salaires s'élèvent plus lentement que les prix.

Si d'autre part le taux naturel s'abaisse par suite de l'accumulation du capital réel (impliquant une hausse des salaires réels), et si le taux monétaire reste à son niveau précédent, il se peut que le mouvement de chute des prix laisse sans changement salaires et rentes monétaires. Il faut supposer que l'efficacité de la production croît sans cesse, sinon le taux naturel serait bientôt nul. Les entrepreneurs empruntent d'abord comme avant. Les capitalistes épargnent une part de l'intérêt qu'ils perçoivent au titre de l'année précédente, leur demande diminue et les prix tombent. Cette chute des prix combinée avec la hausse des salaires et rentes réels fait subir des pertes aux entrepreneurs. La demande de travail diminue ; salaires et rentes, exprimés en monnaie, s'abaissent. Mais le progrès industriel accroît la production, et l'attente de ce surcroît de production compense la chute de prix déjà survenue.

Mais il ne faut pas négliger que le montant du capital réel s'est accru encore davantage à la suite du mouvement d'épargne, ce qui rend inévitable une nouvelle chute de prix. Le cycle précédent se répète.

Du fait que les prêts bancaires et les dépôts restent constants, tandis que le capital réel et la production croissent sans cesse, on pourrait croire que la chute de prix naît « côté biens » plutôt que « côté monnaie ».

Pourtant sa cause immédiate est la même que lorsque capital et production restent inchangés ; c'est l'excès du taux monétaire sur le taux naturel.

Si dès le début les banques abaissaient leur taux d'escompte pour le maintenir en équilibre avec le taux naturel, les entrepreneurs dans l'espoir d'un profit supplémentaire augmenteraient leur demande de facteurs de production. Tandis que dans le cas considéré précédemment le profit était retenu par l'entrepreneur parce que la hausse de salaire élevait aussitôt les prix, on suppose ici que le capital réel s'est accru par épargne et les prix resteront inchangés.

Tel était le schéma que donnait *Geldzins und guterverpreis* des effets d'une discordance des taux. Wicksell se bornait à étudier les mouvements de prix des biens de consommation, négligeant d'y rattacher ceux des biens de production et d'en étudier les disparités.

Mais ce premier livre n'est qu'une étape de son œuvre. Les articles qu'il écrivit par la suite, et surtout *Vorlesungen über Nationalökonomie* apporteront des modifications profondes à sa théorie.

CHAPITRE III

L'évolution de la doctrine de Wicksell.

Ebranlé par les critiques qui s'attachèrent à ses ouvrages et surtout, à l'en croire, par les leçons de l'inflation qui suivit la guerre, Wicksell remit sur le chantier une partie de son œuvre.

« A côté du concept assez vague et abstrait de taux naturel, écrit-il dans sa préface à *Lectures on Political economy* (1), j'ai défini le concept plus concret de taux normal, celui où les épargnes couvrent exactement la demande de capital nouveau... J'ai cherché à étudier les problèmes des changements du niveau général des prix en me servant davantage de formules d'offres et demandes de biens et services, qui ont le mérite de la clarté et de la simplicité. »

En dehors des modifications qui intéressent moins directement cette étude (par exemple tandis qu'il soutenait auparavant que tout mouvement du niveau général des prix devait être attribué à une discordance des taux, il concède dans *Lectures* qu'une offre d'or accrue, ou une émission de papier-monnaie, peuvent élever le niveau de prix même si le taux est « normal »), l'évolution générale de sa théorie peut s'analyser sous trois paragraphes : le premier consacré au concept de « taux normal » ; le second à la nouvelle description de l'effet de la disparité des taux ; un troisième enfin résumera la théorie des crises que Wicksell formula dans *Vorlesungen*.

§ 1. — *Le concept de taux normal.*

Il en donne, dans *Lectures on Political Economy* (2), l'analyse suivante :

On emprunte pour acheter des biens ou services, dont on retirera non seulement l'équivalent de leur prix, mais une valeur

(1) Traduction anglaise de *Vorlesungen*.

(2) Cf. *Lectures*, t. II, IV, § 9.

supplémentaire qui correspond au taux réel d'intérêt, et qui équivaut plus ou moins à l'intérêt de l'emprunt.

Si l'emprunteur n'offre pas un intérêt assez élevé, le prêteur emploiera lui-même son argent : il existe donc un certain rapport entre l'intérêt du capital réel et l'intérêt monétaire. D'ailleurs, si le prêteur ne veut pas courir de risque, il lui reste aujourd'hui la ressource d'être actionnaire d'une société. La concurrence des emprunteurs tend à élever le taux de prêt jusqu'au niveau du taux réel.

Toutefois il serait vain d'attendre leur correspondance complète, pour trois raisons essentielles :

— La conception de profit varie beaucoup suivant les entrepreneurs et leur succès.

— C'est surtout l'intérêt à long terme qui correspond au taux réel, tandis que le taux de prêt concerne surtout des capitaux à court terme.

— Enfin il existe bien des prêts entre particuliers où nul intérêt n'est payé.

Sans cesse le marché de crédit tend à niveler cette différence des deux taux.

Ce taux d'intérêt qui accorde la demande de capital de prêt et l'offre d'épargne, qui correspond plus ou moins à l'intérêt du capital réel et qui varie avec les perspectives d'emploi de capital, Wicksell l'appelle *taux normal*.

Cette innovation apportée à ses précédents ouvrages place son œuvre à l'origine des analyses et des méthodes qui furent plus tard celles de nombreux économistes, qui n'auraient pu utiliser le concept de « taux naturel » tel qu'il était défini dans *Geldzins*, d'après la productivité marginale du capital dans un univers sans monnaie. La relation de l'épargne et de l'investissement, l'idée d'un taux d'intérêt « normal » qui les équilibre, jouèrent après la guerre un rôle de premier plan dans les discussions sur le problème du cycle. Le mérite de Wicksell, c'est d'avoir démontré que l'analyse de l'investissement et de l'épargne permet de ne plus dissocier les phénomènes monétaires des phénomènes réels sous-jacents dans le cycle.

Une modification moins apparente à ses précédentes conceptions mais tout aussi essentielle, mérite d'être notée : c'est la nouvelle définition du « capital réel » qu'il donne dans *Vorlesungen*. Les biens de capital de longue durée figuraient, dans *Geldzins*, parmi les ressources naturelles, sous le nom de « biens produc-

teurs de rente » : par rapport à Bohm-Bawerk il revenait ainsi à la distinction classique du capital fixe et du capital circulant, ce dernier étant seul regardé comme « fonds de salaires et rentes ».

Il détermine à présent de façon toute différente le capital réel.

Il en exclut tout d'abord le capital fixe, ou lié à la production (maisons, navires, outillage...). Son produit n'a sur le taux d'intérêt qu'une action indirecte, dans la mesure où il peut stimuler ou retarder la demande de capital circulant. Puis il considère que c'est à tort que l'on y fait rentrer les stocks des magasins ou des usines, en raison de leur faible grandeur relative. On pourra donc généralement les ignorer, supposer que tous les biens trouvent un marché dès leur achèvement.

Ainsi le capital libre sera dénué de forme matérielle. Accumuler du capital libre, c'est décider de s'abstenir de consommer une part de son revenu immédiatement, ce qui a pour effet de libérer du travail et de la terre précédemment nécessaires à la production de biens de consommation au profit de la création de capital fixe pour l'avenir (1).

Le fonds de salaires et rentes comprend désormais le capital *total*, et la période moyenne d'investissement sera le temps passé entre l'investissement des facteurs originaires de production et la consommation des produits finis.

Ceci lui permet de ne pas négliger l'effet d'une réduction du taux d'intérêt, qui tend à rendre plus durables tous les biens de production nouveaux. D'autre part le concept de période moyenne d'investissement devient plus correct et d'un maniement plus facile pour l'étude d'une variation de prix, et en particulier des mouvements cycliques.

§ 2. — *Nouvelle analyse de la répercussion d'une discordance des taux sur les prix.*

Déjà dans *Geldzins* Wicksell avait souligné qu'un changement du niveau général des prix, au même titre qu'un changement de prix d'un bien particulier, naît d'une modification dans le rapport de l'offre et de la demande — tandis qu'on l'attribuait généralement à des causes très différentes, et que les manuels

(1) C'est supposer une faculté d'adaptation et de prévoyance dans la réorganisation de la production qui est loin d'exister en réalité — mais ceci n'est que secondaire par rapport au phénomène principal.

discutaient de ces changements d'après le mécanisme monétaire, sans les relier à la théorie des prix et de la distribution.

Par la suite il rattacha la théorie du prix à la théorie monétaire. Partant de l'idée qu'une hausse du niveau général des prix résulte d'une hausse de la demande totale par rapport à l'offre totale, il divise l'une et l'autre en deux catégories : offres de biens de consommation et de biens de production d'une part, dépense et épargne de l'autre. Par l'étude des relations de ces quatre facteurs entre eux, on acquiert une vue plus profonde du caractère des mouvements de prix que par la seule théorie quantitative, car elle ignore ces changements des prix relatifs qui caractérisent les mouvements de prix. De plus l'analyse du mécanisme monétaire (organisation du système monétaire et bancaire) passe au second plan ; l'hypothèse d'une « pure économie de crédit » lui permet d'échapper au concept « quantité de monnaie » qui pesait jusque-là sur la théorie monétaire.

Sur ces nouvelles bases il reprend dans *Vorlesungen* (1) l'analyse de l'effet sur les prix d'une disparité des taux.

En un « pur système de crédit » les banques ont toujours la possibilité de satisfaire à une demande de prêt, et à un taux peu élevé (2), à la différence du système monétaire actuel où un abaissement du taux bancaire se résout en variation de prix.

En effet, si les banques prêtent à un taux inférieur au taux « normal », l'épargne sera découragée, les biens et services de consommation deviendront l'objet d'une demande accrue. Les occasions de profit qui surgissent accroissent les demandes de biens et services de production, et de ce fait fournissent un revenu accru à certaines classes de la population — salariés, propriétaires fonciers (3). Les prix des biens de consommation s'élèvent, d'autant plus qu'il y a transfert de biens vers la production future. Ainsi le trouble règne sur le marché, puisque la demande de biens de consommation se développe à la fois par diminution d'épargne et par accroissement des revenus, tandis que leur offre reste inchangée ou même diminue. Quand bien même la hausse de prix de ces biens serait contrariée par une augmentation de la production, par suite d'heures supplémentaires consenties en rai-

(1) Cf. *Lectures*, t. II, IV, 9.

(2) Au moins en ce qui concerne le marché intérieur.

(3) Wicksell néglige volontairement ici les profits supplémentaires des entrepreneurs car ils n'apparaissent que par la suite, et surtout compensent plus ou moins la perte subie par les déposants en raison de la baisse du taux.

son de l'appât des hauts salaires, ou d'un accroissement du caractère indirect de la production, ce ne serait jamais qu'un phénomène secondaire.

On ne peut *a priori* déterminer l'importance de la hausse, qui d'ailleurs, au début, n'est pas uniformément répartie sur tous les biens. La hausse sera la plus forte pour les biens d'investissement de longue durée, par exemple les chemins de fer, les immeubles, mais il faudra que la réduction du taux ait persisté assez longtemps pour influencer le taux à long terme. Par exemple une chute du taux d'escompte à trois mois de 4 % à 3 % n'a pour effet immédiat qu'une hausse de $1/4$ % sur les prix, mais si le nouveau taux persiste quelque temps, le taux des obligations tombera par exemple de 5 % à 4 %, et les constructeurs de chemins de fer pourront consacrer 25 % de plus chaque année aux salaires et matières premières.

Bien plus, la hausse ne peut cesser tant que sa cause, c'est-à-dire la discordance des taux, continue à jouer. Les entrepreneurs qui voient s'évanouir dans la hausse des coûts leurs espoirs de profit reporteront cette hausse sur leur production (1). Bientôt ce n'est plus seulement l'abaissement du taux de prêt au-dessous du taux normal qui leur permet d'offrir des prix plus élevés aux facteurs de production, mais l'attente de la hausse de leurs prix de vente. L'économie réalisée sur le taux n'agit plus que comme élément de profit supplémentaire, mais à ce titre elle engendre la concurrence parmi les entrepreneurs qui se disputent de nouveaux facteurs de production, et cette concurrence se résout en une hausse nouvelle des biens de consommation. C'est le mécanisme de la hausse cumulative des prix, déjà décrit dans *Geldzins* (2).

§ 3. — *La théorie des crises.*

Wicksell rejeta à plusieurs reprises, et fort explicitement, l'idée que sa théorie de l'influence exercée sur les prix par une divergence

(1) Quant aux ouvriers et propriétaires fonciers, leurs revenus ne se sont accrus que légèrement, et les gains qu'ils réalisent compensent les pertes des consommateurs, emprunteurs, pensionnés ou autres, dont les revenus monétaires ne se sont pas modifiés.

(2) M. Mangold, ainsi que d'autres économistes, remarque que le taux d'intérêt peu élevé provoque une chute de la vitesse de circulation. En effet, dans ces conditions, nombre de personnes, par commodité ou crainte du risque, préfèrent garder leur argent oisif. Mais Wicksell estime néanmoins que cette tendance à la baisse des prix, quoique sérieusement fondée, ne pourrait l'emporter sur la tendance à la hausse cumulative née de la discordance des taux.

des taux pouvait expliquer les crises. Notamment, il critiqua M. Mises qui prétendait qu'une politique de crédit erronée provoquait booms et dépressions.

Dans une étude qu'il donna en 1907 à l' *Economic Journal*, sous le titre « L'influence du taux d'intérêt sur les prix », il résuma brièvement sa théorie et imputa les cycles à des causes réelles indépendantes des mouvements de prix, qu'il reléguait à un rang secondaire. Mais ce fut dans *Vorlesungen* (1) qu'il développa sa théorie des crises : il y analysa successivement la part du crédit dans la naissance et le développement de la crise, puis le facteur qui lui semblait prédominant, la disparité de la marche du progrès et des besoins.

a) Si des prix en hausse accompagnent la prospérité, si la crise est liée à l'effondrement des prix, il sera tentant de découvrir entre variations de prix et rythme cyclique une relation de cause à effet.

Il est indiscutable que la hausse générale peut stimuler l'activité économique, et par là même la conversion du capital liquide en capital fixe, qui est le caractère saillant de la prospérité. Mais la prospérité ne peut durer si la formation du capital réel n'est basée que sur une hausse de prix, c'est-à-dire n'est due qu'à la consommation diminuée des titulaires de revenus fixes.

Il est plus difficile encore d'admettre, avec M. Tugan-Baranovsky et M. Lescure, que les mouvements de prix ne résultent que de phénomènes de production et d'échange, sans rapport avec les problèmes de la circulation : ainsi, pour eux, l'accroissement de production abaisse les prix des biens dont la demande est inélastique, et leur chute se propage à tous les autres biens, en une « surproduction généralisée ». Mais c'est négliger que la réduction du pouvoir d'achat subie par certains vendeurs profiterait aux acheteurs dont la demande s'étendrait.

Il est vain d'expliquer un mouvement de prix particulier sans tenir compte de la seule base de comparaison dans la formation de tous les prix, la monnaie ou le crédit (2). Si le crédit peut avoir

(1) Cf. *Lectures*, t. II, IV, note on trade cycles and crises.

(2) Dans la théorie pure on est libre d'adopter n'importe quelle mesure de prix : par exemple un kilogramme de gueuse. Or celle-ci de tous les biens subit ordinairement les plus fortes oscillations de prix : il en résulte que tous les prix (sauf le prix de la gueuse qui reste constant) tombent durant la prospérité et inversement. C'est donc le choix de la mesure des prix qui peut seul expliquer pourquoi les mouvements de prix se produisent en réalité dans les directions op-

quelque influence entre les individus, en dehors des décisions bancaires (par exemple, durant un boom, la confiance étend les comptes-courants entre négociants), ce sont en général les banques qui règlent le montant de l'argent en circulation, au moyen du taux d'escompte qu'elles déterminent par rapport au profit tiré du capital employé dans la production et les affaires.

Wicksell en conclut que si les changements du pouvoir d'achat de la monnaie nés de la politique de crédit sont intimement liés aux fluctuations industrielles et les affectent, notamment par les crises, il n'est pas essentiel de supposer un lien nécessaire entre les deux phénomènes.

b) La cause principale et suffisante du cycle, il faudra plutôt la chercher dans le fait que le progrès technique ne peut, par sa nature même, marcher de pair avec les besoins humains, qui tiennent surtout aux mouvements de la population.

Si le progrès technique se développe plus vite que les besoins, d'énormes masses de capital liquide se transforment en capital fixe, préliminaire nécessaire de la phase ascendante du cycle. Mais, faute de perfectionnements techniques utilisables ou suffisamment éprouvés, la dépression se fait sentir, et avec elle la recherche du capital liquide, plutôt que de courir le risque du capital fixe.

Préférences et répulsions de la demande se traduisent sur le marché par des mouvements de prix : tantôt les biens qui servent à la construction du capital fixe seront en hausse et tantôt ce sera le capital sous sa forme liquide.

Mais on pourrait attendre que ces fluctuations des prix relatifs laissent le niveau de prix moyen indifférent. Ce sera le cas si les banques, au début de la phase ascendante du cycle, élèvent suffisamment leurs taux d'escompte, puis les compriment énergiquement lorsque commence la dépression. Il ne restera qu'un mouvement régulier d'ondulation du niveau de prix entre les périodes de formation accélérée de capital fixe et les périodes où le capital nouvellement constitué assume d'autres formes.

Telle est la voie par laquelle la théorie wicksellienne de la discordance des taux vient s'agréger dans la théorie du cycle.

Puisque la demande du capital nouveau dans la phase ascen-

posées. L'utilité technique de l'or au contraire, au moins sur de courtes périodes, est relativement trop faible pour offrir quelque résistance aux changements dans sa valeur d'échange.

dante du cycle est souvent trop grande pour que l'épargne courante puisse la satisfaire, même sous le stimulant d'un taux plus élevé, et puisque inversement durant la dépression cette demande est pratiquement nulle, les mouvements de prix devraient prendre une bien plus grande amplitude. Mais un « régulateur » intervient, la variation des stocks dans toutes les branches de production où l'on produit des biens durables. Tantôt les salaires peu élevés et l'espoir de la hausse prochaine inciteront à travailler à peu près uniquement pour grossir les stocks, et tantôt ceux-ci, sous l'appât de la hausse des prix, se videront sur le marché. C'est une erreur de prétendre, comme l'ancienne théorie de surproduction, que les stocks s'accroissent en prospérité et se vident durant la dépression. Et Wicksell regrette le manque de statistiques qui ne permet pas de résoudre entièrement la question (1).

Le travail pour stocks serait d'ailleurs très facilité si les banques offraient suffisamment de crédit et à un taux pas trop élevé. Cela permettrait aux producteurs de n'avoir pas besoin d'attendre la chute des salaires et des matières premières.

En conclusion, pour Wicksell, les cycles résultent principalement du fait que la formation du capital ne peut être un procès uniforme, que le progrès technique et commercial ne peut avancer à la même allure, et qu'il s'ensuit une période d'adaptation entre l'offre et la demande. Ce que l'on appelle la loi de Wicksell, fondée sur la disparité des taux, s'appliquerait exclusivement, d'après lui, aux variations de prix de longue durée.

Mais bien que Wicksell eût nié que son analyse puisse servir à un tel objectif, son concept de « taux normal » et la relation entre l'épargne et l'investissement furent jugés très précieux pour l'étude des fluctuations cycliques. Des économistes aussi différents que MM. Marco Fanno, Mises, Robertson, Keynes, Lindahl, Myrdal et bien d'autres encore, s'en inspirèrent.

(1) « Les hommes d'affaires qu'il a consultés, écrit-il, lui ont confirmé qu'ils ne travaillaient pour stocks que dans la dépression, ce qui vient à l'esprit *a priori*. Ce n'est pas dans l'accumulation des stocks qu'il faut chercher les raisons de la lourde chute de prix qui accompagne la crise : tant que ses magasins ne sont pas pleins, nul industriel ne consentira à vendre à des prix qui se sont effondrés. Il ne devra vendre à tout prix que si les banques lui refusent le crédit. »

Conclusion.

La théorie de Wicksell sur la liaison entre le taux monétaire, le taux naturel et le niveau de prix a exercé malgré lui une influence profonde sur la théorie actuelle du cycle. Aussi importe-t-il d'en dégager avec lui quelques conclusions pratiques, et notamment de résumer ses propositions tendant à stabiliser la valeur de la monnaie, c'est-à-dire à éliminer les fluctuations cycliques, ou de plus longue durée.

On peut distinguer deux causes essentielles de variation du niveau de prix des biens :

— le fait que le taux d'escompte est différent du taux réel. Il s'ensuit alors une variation progressive des prix durant laquelle l'instrument d'échange s'adapte à la modification de la demande par variation non de quantité mais de vitesse. Mais des limites évidentes subsistent. L'influence du taux d'intérêt n'est que l'un des deux facteurs qui agissent sur les prix : l'autre est le volume de la monnaie, et en particulier l'offre d'or qui, sur une longue période, devient le facteur prédominant.

— la demande de biens qui émane des pays producteurs d'or. Si elle est supérieure à la demande d'or des autres pays, au titre de marchandise, les prix s'élèvent et inversement.

Wicksell a tenté dans *Geldzins* de soumettre ces deux causes à une seule ; il reconnaît dans *Vorlesungen* (1) l'échec de sa tentative car quantité et vitesse de la monnaie sont deux conceptions essentiellement différentes.

Mais il faut distinguer le cas où l'or nouvellement extrait ou importé est déposé dans les banques, de celui où il sert à payer directement les biens exportés à destination des pays producteurs.

Ce n'est que lorsque l'or est déposé dans les banques qu'il peut abaisser le taux de prêt et ainsi affecter les prix. En effet, pour qu'il puisse entrer dans la circulation, le taux bancaire sera diminué, et la hausse qui s'ensuivra obligera les entrepreneurs à

(1) Cf. *Lectures*, ch. x, conclusions, l'organisation pratique de la circulation.

augmenter leur fonds de roulement. Ceci fait, l'excès relatif de moyens de paiement aura pris fin. De nouveau le taux bancaire sera à parité avec le taux réel, les nouveaux prix seront stables. Pour que les banques puissent maintenir plus longtemps un taux inférieur au taux naturel, il faudrait que l'afflux d'or ne cessât pas.

Il en va exactement de même lorsqu'il ne s'agit plus d'or mais de billets de banque ou de crédit : la *causa efficiens* est également une discordance des taux, avec les mêmes conséquences.

Les propositions de stabilisation, d'après *Geldzins* (1) où Wicksell traite ce cas tout au long, ne peuvent être efficaces que dans la mesure où elles agissent indirectement sur le taux monétaire pour l'aligner plus rapidement avec le taux naturel. Mais ne pourrait-on y arriver plus simplement, et avec une efficacité plus grande, par une entente des Banques centrales des divers pays, visant à entreprendre directement l'altération nécessaire du taux d'escompte ?

Si le taux naturel reste une conception abstraite, le niveau de prix témoigne pratiquement de l'accord ou de la divergence des deux taux. Si le niveau de prix s'élève, c'est qu'il sera nécessaire d'élever le taux d'escompte, et inversement.

La rapidité de l'adaptation diminue l'amplitude des variations de prix et la fréquence des modifications nécessaires du taux. La principale cause d'instabilité des prix réside dans l'impuissance des banques à suivre cette règle. Peut-être Wicksell verse-t-il dans un excès d'optimisme lorsqu'il fait confiance aux banques pour remplir leurs obligations sociales, même si leurs intérêts directs s'y opposent,

— Mais le plus souvent l'or sert à payer des marchandises exportées vers les pays producteurs : il devrait alors, en proportion de son excès sur la demande d'or nouvellement extrait, élever directement les prix sans une chute immédiate des taux.

Tant que l'extraction de l'or reste une entreprise privée, nul contrôle ne peut être exercé sur cette cause de variation de prix. En théorie il suffirait de régler la politique bancaire, car sur une longue période c'est l'influence du taux d'intérêt qui l'emporte sur toutes les autres, mais des difficultés insurmontables s'élèvent dès que l'on tente d'appliquer cette politique.

Lorsque le courant d'or qui s'écoule des pays miniers tend à diminuer, le problème est relativement simple : un abaissement

(1) Cf. *Interest and prices*, ch. XII.

du taux d'intérêt contrariera la pression sur les prix. Si l'or des banques ne peut suffire aux besoins de la circulation, le papier-monnaie et le crédit pourront y suppléer. La substitution du crédit à l'or ne connaît qu'une limite, les besoins de l'industrie qui, en cas d'insuffisance de la production, viendrait puiser dans les réserves bancaires : la seule ressource serait la suppression de la convertibilité.

Il en va tout autrement lorsqu'une offre d'or excessive entraîne la hausse, car le crédit bancaire se contracte bien moins facilement qu'il ne se développe. A moins d'accepter les mouvements de prix, le seul remède est l'abandon de la frappe libre. Une telle mesure, prise par l'ensemble des grandes puissances, présenterait infiniment moins d'inconvénients qu'adoptée isolément. De telles réformes peuvent sembler utopiques, conclut Wicksell. Le principal obstacle réside sans doute dans l'insuffisance des statistiques de production actuelles qui ne sont pas assez développées pour permettre un calcul précis des fluctuations de prix.

SECTION II — CRITIQUE DE WICKSELL

CHAPITRE PREMIER

La conception du taux naturel. Controverse avec Davidson.

Le « voile monétaire » ne dissimule pas seulement le caractère réel des mouvements de prix, il pèse également sur le taux d'intérêt. Abstraitemment, il peut paraître utile de se référer à un taux que n'affecteraient pas les modifications d'ordre monétaire. L'impossibilité de le saisir par statistique conduira souvent à condamner ce taux comme pratiquement illusoire dans le problème « réaliste » des cycles.

Mais les adeptes de cette théorie refusent de reconnaître leur gêne devant le caractère transcendant de ce taux. Comme indice de l'existence d'un équilibre entre l'offre et la demande de capital, ils invoquent une position précise des prix. Ainsi, pour Wicksell, la constance des prix est la preuve de la coïncidence des taux. Il ne tarde pas à délaisser le concept abstrait du taux naturel pour observer les effets de diverses politiques de crédit sur le rapport entre les prix réels et les coûts réels, et sur l'attitude des entrepreneurs qui en résulte.

Dans l'œuvre de Wicksell figurent deux définitions du taux d'intérêt « naturel ». Taux d'intérêt qui serait déterminé par prêt du capital en nature, correspondant par conséquent à la productivité marginale du capital : telle est la définition qu'il en donne dans *Geldzins* (1).

Dans *Vorlesungen* (2), au contraire, il désigne, sous le terme de « taux normal », le taux qui équilibre la demande de capital

(1) *Interest and prices*, ch. VIII.

(2) *Lectures*, t. II, ch. IV, § 9.

de prêt avec l'offre d'épargne volontaire se présentant au marché sous forme de monnaie. Deux définitions qui paraissent au premier abord inconciliables : chacune semble représenter un étage distinct de l'évolution intellectuelle de leur auteur.

M. Koopmans (1) s'efforce pourtant de démontrer que le concept de « monnaie neutre », convenablement défini, est susceptible de jeter un pont entre ces deux définitions. D'après lui, elles sont équivalentes pour la raison que la théorie de l'équilibre général dans la vie économique est elle-même construite sur l'hypothèse que l'on vend et que l'on achète, que l'on emprunte et que l'on prête, *in natura*.

M. Bertil Ohlin est plus persuasif lorsque, dans sa préface à la traduction anglaise de *Geldzins* (2), il expose l'insuccès de la tentative de Wicksell de combiner la théorie du prix et la théorie monétaire, en identifiant le taux qui maintiendrait le niveau de prix constant et le taux « naturel » déterminé dans la théorie du prix et de la distribution. Cette deuxième théorie est statique ; ses concepts ne peuvent donc nous servir dans l'analyse dynamique du processus d'inflation. Il suggère en outre qu'il serait préférable de poursuivre l'analyse monétaire des causes réelles des taux en un monde dynamique, puis de réviser d'après les résultats obtenus la théorie de la distribution. Ce qui harmoniserait la théorie de la monnaie et la théorie du prix en rendant cette dernière plus dynamique, et permettrait d'abandonner non seulement des concepts comme le « taux naturel » (de *Geldzins*), mais toute idée d'équilibre monétaire et par conséquent le concept de taux « normal » défini d'après une idée d'équilibre.

Avec le temps, Wicksell en vint à modifier le pouvoir qu'il attribuait à la discordance du taux naturel et du taux monétaire. Il soutenait d'abord que tout mouvement du niveau général des prix résultait d'un tel écart des taux. *Vorlesungen* (3) apporta une atténuation à cette affirmation trop intransigeante : que l'offre s'accroisse par rapport à une demande qui demeure inchangée, ou bien que l'on émette du papier-monnaie, le niveau général des prix s'élève même si le taux d'intérêt est « normal ».

(1) *Zum problem des neutralen Gelder Beitrage zur Geldtheorie*, p. 273. Voir aussi l'article de M. Barger : « Neutral money and the trade-cycle » dans *Economica* de novembre 1935 et surtout celui de M. Marget : « The monetary aspect of the Walrasian system », § 4, dans le numéro d'avril 1935 du *Journal of political economy*.

(2) *Interest and prices*.

(3) Cf. *Lectures*, t. II, ch. IV, § 9.

En 1922, M. Akerman s'efforce de démontrer que la première opinion était la bonne. Si l'on émet du papier-monnaie, suggère-t-il, c'est que l'Etat se lance dans des dépenses improductives qu'il paie par ses émissions, et le taux naturel reste inchangé au lieu d'être abaissé par les additions au capital réel. D'autre part les épargnants déposent en banque les billets qu'ils ont reçus ; les prix ne s'élèveront pas à moins que les banques ne relancent ces billets en circulation par une réduction de leur taux d'escompte au-dessous du taux naturel, ce qui ramènerait au cas général. De plus, tant que le « taux subjectif » de M. Fisher reste inférieur au taux naturel, l'investissement est stimulé.

Il tente de cette manière de développer jusqu'à leurs conclusions logiques les idées imparfaitement établies dans *Geldzins* : à savoir que le taux d'équilibre, en même temps qu'il restreint la demande de capital réel aux épargnes effectives, assure la stabilité du niveau général des prix. Par conséquent, il reconnaît aux banques, si elles maintiennent la coïncidence entre leur taux d'escompte et le taux « normal », le pouvoir de stabiliser le niveau général des prix.

Mais Wicksell refuse de se laisser entraîner sur cette pente. Contre son disciple trop hardi il reconnaît la faiblesse du chapitre ix de *Geldzins* (« exposé systématique de la théorie » — analysé plus haut), et prétend avoir remédié dans *Vorlesungen* à son insuffisance.

Si le taux « subjectif » de M. Fisher présente quelque utilité, il est impuissant à expliquer l'origine des mouvements de prix puisqu'il suppose que le mouvement de prix a déjà assez duré pour que l'entrepreneur puisse concevoir quelque opinion de son avenir.

Alors apparaît un économiste étroitement lié à l'histoire de la doctrine wicksellienne, Davidson (1), qui vient jouer entre les deux adversaires le rôle d'« honnête courtier », en doutant que tous deux donnent le même sens au terme « taux normal ».

Le taux d'intérêt monétaire est « normal » s'il est égal au taux marginal de profit réalisé sur l'investissement du capital. Davidson accorde qu'un taux normal prévient l'injection de monnaie nouvelle par le canal de la banque. Mais il refuse de suivre M. Akerman lorsque celui-ci soutient que les émissions de papier-mon-

(1) Cf. M. Brinley Thomas : « The monetary doctrines of Prof. Davidson », *Economic Journal*, 1935, p. 36.

naie ne provoquent pas d'inflation tant que le taux d'escompte est normal.

Pour que les prix ne s'élèvent pas, il faudrait que la banque retire simultanément de circulation un égal montant ; la seule façon d'y parvenir est d'élever son taux d'escompte au-dessus du taux normal pour détourner les entrepreneurs de profiter des nouvelles disponibilités de capital.

Davidson estime donc que le maniement du taux bancaire ne peut permettre d'éviter un changement de la valeur de la monnaie que dans un cas bien défini : lorsque la cause initiale de l'inflation réside dans l'infériorité du taux d'intérêt par rapport aux taux naturel — non, par exemple, lorsque le marché est troublé par des emprunts d'Etat, ou par un afflux d'or venant de pays où sévit l'inflation.

Depuis longtemps déjà il avait entrepris pour son propre compte la critique de la théorie wicksellienne et l'avait développée en deux articles (1), l'un de 1906 (2), l'autre de 1909 (3), ouvrant ainsi avec Wicksell une controverse qui eut un grand retentissement.

Ce qui le conduisit à attaquer Wicksell, ce fut l'examen des effets des changements de la productivité sur les positions relatives des prêteurs et des emprunteurs. Si par exemple la productivité s'élève pour quelque raison, seuls les revenus monétaires variables suivront, tandis que les prêteurs, titulaires de revenus fixes, n'auront point part à la richesse accrue. Maintenir stable le niveau général des prix consacre donc une injustice : mieux vaudrait que les prix tombent en proportion de l'accroissement de la productivité.

Tous les changements du niveau général des prix ne sont pas des changements de la valeur de la monnaie : ainsi lorsque la productivité s'accroît, les prix devraient baisser pour que la valeur de la monnaie reste stable, tandis que lorsque la production se développe sans que s'élève la productivité, les prix devraient rester immobiles. Une expansion de production peut refléter soit une augmentation de population et de capital, soit une hausse de productivité, aussi la « direction de la monnaie » est-

(1) Dans le journal *Ekonomik Tidskrift*, qu'il éditait et où il écrivit une grande part de son œuvre.

(2) *Le concept de la valeur de la monnaie.*

(3) *La stabilisation de la valeur de la monnaie.*

elle difficile, et ne peut s'exécuter avec le simple appareil qu'imagine Wicksell.

Abandonnant le rapport prêteur-débiteur, il rejoint Wicksell sur son terrain :

Puisqu'un accroissement de productivité élève l'espoir de profit, au moins tant que les prix restent inchangés, le taux naturel devient trop haut par rapport au taux monétaire. Ou bien les prix tomberont d'eux-mêmes, ce qui abaissera le taux naturel, ou bien on élèvera le taux monétaire pour provoquer la chute des prix suivant la théorie wicksellienne : en aucun cas le taux monétaire ne doit être réduit, sous peine d'engager un processus d'inflation. Ainsi, sur la base même de la doctrine de Wicksell, Davidson démontre qu'il est faux de conclure que le niveau de prix doit rester stable (1).

Wicksell défendit sa théorie dans un article intitulé « le taux monétaire et les prix des biens » (2), où il distingue deux cas :

— Une hausse de productivité tendrait peut-être à abaisser les prix, mais l'accroissement de production ne se produira que dans le futur tandis que les espoirs de profit élèveront immédiatement la demande de matières premières et de travail. Cette demande plus grande de facteurs de production qui, elle, appartient au présent, engendrera une hausse cumulative des biens de consommation, à moins que l'on élève le taux monétaire d'intérêt pour restreindre l'entreprise et encourager l'épargne.

— Et même dans le cas où la hausse de productivité s'accompagnerait aussitôt d'un accroissement de production, la chute de prix qui s'ensuivrait serait faible et non cumulative.

Une force simultanée et plus puissante, née de la discordance entre le taux monétaire et le taux naturel tendrait à élever les prix : « la chute initiale ressemble au saut en arrière du gymnaste qui va bondir ». Wicksell nie que la chute des prix puisse abaisser le taux naturel au niveau du taux monétaire et établisse ainsi un nouvel équilibre ; il ne pouvait d'ailleurs accepter cette thèse sans ruiner sa théorie. D'après lui, la thèse de Davidson repose sur l'hypothèse tacite que le capital réel s'accroît dans la

(1) Stucken (*Theorie der konjunkturschwankungen*, 1926) notera de même que la relation indiquée par Wicksell entre le taux monétaire et le taux naturel et leurs divergences d'une part, les mouvements de prix d'autre part, n'existe qu'en économie stationnaire. Si le flot de biens s'accroît, seule une addition au pouvoir d'achat peut amener la stabilité du niveau de prix.

(2) *Economic Journal*, 1907.

même mesure que la productivité. La chute des prix qui survient tout d'abord signifie une hausse des salaires *réels*, ce qui n'est possible, d'après Bohm-Bawerk, que si la capital réel s'est développé. « Si la quantité de capital réel est accrue, écrit Wicksell, le taux naturel tombera même si les prix restent inchangés, et ainsi s'élèveront les salaires monétaires... (Naturellement sous l'hypothèse que toutes choses restent égales, c'est-à-dire que capital réel et salaires réels ne sont sujets à aucun changement)... Un accroissement de productivité quand l'offre de capital réel est inchangée signifie nécessairement une hausse du taux naturel, et l'équilibre sur le marché n'existera pas tant que le taux monétaire ne coïncidera pas avec le taux naturel, c'est-à-dire en ce cas tant qu'il ne sera pas élevé. » Malgré la possibilité d'une chute temporaire des prix, il y aura tendance à une hausse cumulative des prix, à moins que l'on n'élève le taux monétaire.

Davidson, pour obéir à Wicksell qui invoquait la lassitude des lecteurs, abandonna la discussion, où il semblait pourtant l'emporter. On peut le regretter, car la suite du raisonnement jusqu'à ses conséquences logiques aurait pu conduire à remettre en question et à réviser le concept fondamental de « taux naturel » (1).

On peut toutefois en conclure que Davidson a raison d'affirmer que « la proposition que le taux monétaire qui garde les prix stables est aussi le taux qui « éclaire » le marché du capital accumulé par épargne volontaire n'est plus exacte lorsque les conditions de l'offre de capital sont progressives ou rétrogrades » (Introduction à *Lectures*). En effet, les banques sont prises entre un double devoir, ne jamais changer le montant de la circulation monétaire, adapter le volume de monnaie au volume de la production : deux exigences qui deviennent contradictoires lorsqu'il ne s'agit pas d'une société « stationnaire » (sans addition à l'offre d'épargne).

« Et d'ailleurs, ajoute M. Hayek, la stabilité de la valeur de la monnaie n'empêcherait pas les troubles d'équilibre, le change-

(1) Les arguments de Davidson s'appliquent sans difficulté aux conséquences de la politique du système bancaire américain dans le boom de 1927-1929. Davidson sur de nombreux points préfigura la critique récente de la théorie de Wicksell. Il commença à détruire « l'obsession que le seul but de la théorie de la monnaie est d'expliquer les phénomènes qui altèrent la valeur de la monnaie » (Hayek).

ment de distribution des ressources productives entre biens de production et biens de consommation » (1).

Il importe de remarquer que dans toute cette discussion il n'est question que de mouvements de longue durée des prix.

(1) *Prices and production.*

CHAPITRE II

Le paradoxe de Gibson et autres critiques.

Dans le tome II de son *Traité sur la monnaie* (1) M. Keynes invoque ce qu'il nomme d'un terme qui fit fortune, le « Gibson Paradox », pour renforcer sa théorie, qu'il prétend seule capable d'en rendre compte, et condamner Wicksell.

M. Gibson remarque la corrélation étroite qui exista sur plus de cent ans entre les mouvements du taux d'intérêt et ceux du niveau général des prix, les premiers étant mesurés par le taux des Consolidés et les seconds par les index-numbers de gros. Il y voit un des faits empiriques les mieux établis, et en même temps l'un des plus fréquemment ignorés des économistes. Il serait vain d'invoquer comme explication le fait que, à la phase ascendante du cycle, prix de gros et taux d'intérêt tendent à s'élever, car cette corrélation n'est pas restreinte aux mouvements de courte période mais demeure tout aussi frappante si l'on atténue les oscillations aiguës de l'index de gros au cours du cycle.

On peut noter, bien que ce point se rattache moins directement à l'étude de la théorie de Wicksell, que c'est pourtant sur cette corrélation durant le cycle que se base M. Aftalion (2) dans sa théorie des crises. D'après lui, les oscillations périodiques du taux d'intérêt obéissent au rythme des prix de production et à celui de la demande d'agents de production qui en résulte. Expliquer l'intérêt par la dépréciation du futur, cadre fort bien avec ce que l'on observe de son rythme. Au début de la prospérité, les espoirs de gain déprécient le revenu futur accru par rapport au revenu présent, et cette dépréciation s'étend à toute la société du fait de l'accroissement de la demande de capital par les entrepreneurs : comme la société épargne davantage pour un revenu futur

(1) P. 353.

(2) *Les crises périodiques de surproduction*, t. I, p. 175.

accru, elle le déprécie d'autant plus qu'on lui demande plus de revenu présent — et le taux s'élève. La hausse des biens de consommation agit dans le même sens en restreignant le revenu présent. Après quelques années de prospérité, le revenu présent s'accroît en valeur absolue grâce à la hausse des intérêts et des profits. Toutefois, tant que la montée des prix se poursuit, les espoirs de profit s'élèvent toujours en valeur absolue et les emprunts exigent davantage d'épargne. Durant la crise, les phénomènes inverses se produisent.

Il serait inexact de croire que le « paradoxe de Gibson » vint prendre Wicksell au dépourvu. Dans aucun de ses ouvrages il ne négligeait de présenter lui-même au lecteur cette objection, et par la réfutation de ce paradoxe mettait en relief certains points de sa théorie.

Dans *Geldzins* il se bornait à quelques phrases concises : « Beaucoup insistent sur le fait que les prix s'élèvent quand le taux est haut ou en hausse : en ce cas la monnaie tend à circuler plus vite, la thésaurisation à diminuer, le crédit à se développer. Ce n'est qu'un cas particulier de ma proposition, car les prix ne bougent que tant que ces facteurs maintiennent un taux monétaire différent du taux naturel. »

Mais dans sa conférence *The influence of the rate of interest ou prices* (1907) (1) et surtout dans *Vorlesungen* (2), il reprenait la question plus en détail.

L'objection que des prix en hausse coïncident rarement avec des taux d'intérêt peu élevés ou en baisse, mais plus souvent avec des taux élevés, perd tout sens, à son avis, et appuie même sa théorie si l'on cherche les causes réelles des changements des taux bancaires de prêt. Il est nécessaire de mettre en lumière la relativité de la conception d'intérêt monétaire, son lien avec le profit réalisé sur capital : le taux d'intérêt n'est jamais élevé ou non en lui-même, mais seulement par rapport au profit.

Si les banques pouvaient agir spontanément, on pourrait attendre une hausse des prix après un abaissement des taux et l'inverse. Mais les banques sont plus ou moins isolées les unes des autres, et même si l'action commune donnait quelque ampleur à leur politique, la routine, provoquée par l'importance des sommes en jeu, les en empêcherait. Jamais elles ne modifient leur

(1) Dans *Economic Journal*.

(2) Cf. t. II, ch. IV, § 9.

taux d'escompte à moins d'y être forcées par l'épuisement des réserves et l'excès des prêts, ou l'inverse.

Souvent les fluctuations de prix résultent des mouvements du taux réel d'intérêt : non qu'en général il agisse par lui-même, mais parce que le taux de prêt ne s'adapte pas assez rapidement à ses changements. L'influence des banques sur les mouvements de prix résulte de leur passivité. La discordance des taux naît plus souvent parce que le taux normal varie tandis que le taux de prêt est inchangé ou ne suit que lentement, que du cas inverse.

Le taux naturel, produit net du capital dans son œuvre de production, est sujet à des changements parfois violents ; il croît lorsque le capital diminue relativement, en raison d'un accroissement de population par exemple, ou inversement s'affaisse lorsque les épargnes accrues entrent en concurrence pour trouver un emploi profitable. En ce cas, d'après la théorie de Wicksell, le taux monétaire devrait subir un changement correspondant, mais dans le système actuel il n'est d'autre lien entre eux que les variations de prix qu'entraîne leur divergence.

Les taux bancaires restent donc un certain temps inchangés à la suite d'une hausse du taux réel, ce qui a le même effet qu'une réduction spontanée de ces taux. La hausse de prix accroît les besoins d'espèces, le montant des prêts bancaires s'élève sans dépôts correspondants, les banques doivent élever légèrement leur taux sans pour cela arrêter la hausse qui ne cessera que le taux normal atteint. Si les espoirs de gain provoquent une demande de capital par trop excessive, il faudra même que le taux bancaire dépasse le taux naturel, et ce sera le cas à plus forte raison si la confiance est ébranlée et la crise menaçante.

Il en serait de même dans le cas inverse, d'une baisse du taux naturel.

Ainsi les prix en hausse peuvent s'accompagner de taux d'escompte qui s'élèvent graduellement, sans que ce cas sorte du cadre de la théorie de Wicksell.

Mais si théoriquement cette solution du « paradoxe de Gibson » peut être admise, ne peut-on conclure avec M. Ellis (1) que l'exposé de Wicksell revient pratiquement à dire que les prix baissent ou s'élèvent ?

(1) Cf. *German monetary theory*, partie IV, ch. xvii, § 2.

* *

Mais la thèse de Wicksell a encouru bien d'autres critiques qui, pour avoir été moins souvent reprises, attaquent pourtant gravement sa substance.

Ainsi, note M. Rist (1), Wicksell — comme bien d'autres économistes après lui — semble croire que le crédit bancaire à court terme peut remplacer le crédit à long terme ou concourir avec lui. Il peut en réalité tout au plus suppléer à son absence momentanée. Le faible loyer de l'épargne à long terme importe davantage à la production que l'écart entre ce loyer et le taux d'escompte. Les banques ne pourraient donc soutenir un boom d'investissement réel, puisqu'elles ne fournissent que du crédit à court terme. Toutefois M. Ellis (1), en invoquant la pratique des banques et des sociétés, dénie toute valeur à cette objection.

L'« élasticité indéfinie » du système monétaire, c'est-à-dire l'afflux d'or ou l'extension illimitée du crédit, est, d'après Wicksell, nécessaire à la durée de la hausse des prix. Mais y aurait-il encore un taux « normal » d'intérêt, une épargne, en cas d'« élasticité indéfinie » et si le crédit à court terme peut indéfiniment concourir avec l'épargne à long terme ? Nulle discordance des taux n'est plus nécessaire pour expliquer la hausse des prix.

M. Rist remarque enfin que lorsque l'insuffisance de l'or amène une chute prolongée des prix, Wicksell conseille un abaissement énergique et durable du taux d'escompte, et pour parer à l'insuffisance des réserves recourrait au besoin de papier-monnaie. Mais il oublie une mesure importante, la seule efficace, la dévaluation monétaire qui consacre l'abaissement du niveau de prix sans imposer les souffrances de la déflation. D'ailleurs, parmi les causes de changements durables des prix, Wicksell oublie la surabondance des biens, contre laquelle une baisse du taux d'escompte est impuissante.

M. L. Baudin (2) objecte d'autre part que lorsque le taux réel s'abaisse au-dessous du taux naturel, on admet que les affaires s'étendent. C'est supposer que la confiance règne — à moins de faire dangereusement abstraction du point de vue psychologique — et ensuite que les entrepreneurs travaillent déjà à plein :

(1) « Théories relatives à l'action de l'or et du taux d'escompte sur le niveau général des prix ». *Revue d'Economie politique*, septembre 1939.

(2) *La monnaie et la formation des prix*, p. 544.

double hypothèse qui correspond à un état de prospérité au moins relative et rend la thèse inapplicable précisément dans le temps où son application serait la plus intéressante, en période de dépression.

Enfin Wicksell analyse en ces termes une autre critique : « On a objecté à mon raisonnement qu'un abaissement du taux de prêt devrait abaisser aussi le taux réel, et leur différence tendre ainsi à se niveler, en éliminant le stimulant à une hausse continue » (*Vorlesungen*) (1).

Pour que le taux réel s'abaisse, il faut que l'épargne se soit accrue. En effet, la chute du taux d'intérêt monétaire peut restreindre l'épargne volontaire mais sa diminution peut être plus que compensée par l'épargne forcée des titulaires de revenus fixes dont la consommation est restreinte par la hausse des prix. Ainsi l'inflation de crédit viendra ajouter au fonds de capital, et le taux réel s'abaissera, arrêtant la hausse, si la production ne peut absorber ce nouveau capital sans réduction du rapport net.

L'objection n'est pas décisive, rétorque ensuite Wicksell, car il s'agit là d'un procès non cumulatif qui cesse dès que le taux de profit est tombé au niveau du taux monétaire — par conséquent impuissant contre la hausse continue que provoque la discordance des taux. Mais, réplique M. Brinley Thomas (2), ceci dépasse la signification de l'épargne forcée : un abaissement du taux monétaire peut changer la structure du revenu de façon à produire un taux supérieur d'épargne *volontaire*, en compensant bien au delà l'effet décourageant de la chute du taux. L'élément d'épargne forcée ne pourra plus produire une hausse cumulative des prix, entraîner un rétrécissement artificiel de structure. Ce raisonnement suppose que, après l'impulsion initiale de la chute du taux sur les prix, les entrepreneurs croiront à leur stabilité : s'ils anticipent la hausse, l'accroissement net d'épargne volontaire sera impuissante contre un procès cumulatif de déséquilibre.

(1) *Lectures*, t. II, ch. IV, § 9.

(2) « The monetary doctrines of Prof. Davidson », *Economic Journal* de 1935.

SECTION III - DEUX DISCIPLES DE WICKSELL : MISES, MACHLUP

CHAPITRE PREMIER

M. Ludwig Von Mises.

La théorie « pure » de l'équilibre économique n'explique pas la crise, c'est-à-dire le fait qu'il puisse exister des tendances conduisant à la rupture de l'équilibre idéal. Aussi faut-il recourir à des facteurs qu'elle a laissés dans l'ombre et en particulier aux fluctuations de volume ou d'efficacité des moyens de paiement, que l'on englobe sous le nom de « facteurs monétaires ». S'il arrive que l'on puisse utiliser un pouvoir d'achat que n'aurait pas libéré la production d'autres biens, l'équilibre n'est plus garanti.

La plupart des essais d'explication d'ordre monétaire demeurent pourtant infructueux. C'est qu'égarés par le souci d'une *valeur* de la monnaie, leurs auteurs se bornaient aux changements du niveau général des prix, à l'exclusion des variations de l'*offre* de monnaie. Ils se trouvaient incapables d'expliquer les changements de la structure « réelle » de production, faute d'harmoniser les théories de la monnaie et de la production.

L'Ecole de Vienne et sa renaissance, notamment avec M. Mises, part de la théorie du capital de Bohm-Bawerk et de l'analyse wicksellienne. C'est en se basant surtout sur les fluctuations des prix relatifs et leurs effets sur la « structure-temps » de production, qu'elle explique les variations de l'offre de monnaie. Elle tente ainsi de concilier l'étude du crédit de M. Hawtrey et les disproportionnalités « réelles » du cycle décrites par MM. Cassel et Spiethoff.

Theorie des geldes de M. Mises (traduit en anglais sous le titre *the theory of money and credit* (1)) est un ouvrage-type

(1) D'après l'édition de 1924 en langue allemande.

de la théorie monétaire de langue allemande, qui englobe toutes les idées que l'un des membres les plus distingués de l'Ecole autrichienne peut grouper autour des problèmes monétaires.

Sans prétendre à une théorie complète du cycle, M. Mises y discute brièvement l'importance de l'activité des banques et de leur maniement du taux comme facteur du cycle.

Dans la 1^{re} édition (1912), il concluait en adoptant la description qu'avait donnée Wicksell des effets de conjoncture naissant de la discordance des deux taux, et il ajoutait : « Nous nous sommes occupés ici d'une cause de crise qui joue à côté de bien d'autres causes. Il est certes probable que généralement, aujourd'hui, l'impulsion d'un boom ne vient pas d'une action des banques ». Mais il néglige cette remarque dans la seconde édition de 1924 : il en vient à penser que l'activité des affaires dépend principalement du développement du crédit, à côté des troubles économiques nés des guerres, catastrophes et nouvelles données économiques. D'après M. Mises, les banques créant du crédit le créent pratiquement *ex nihilo* et peuvent donc satisfaire à toutes les demandes. Celles-ci dépendent principalement du prix du crédit, mais, pour peu qu'elles agissent de concert, les banques pourront réduire le taux presque à zéro. Ainsi elles ont le pouvoir d'étendre arbitrairement l'émission des moyens fiduciaires.

En opposition à ce taux bancaire arbitraire, M. Mises, fidèle à la théorie de Wicksell, place le « taux naturel », destiné à exprimer, — suivant la conception de Bohm-Bawerk, — l'équipement de l'industrie en capital d'après « la période de production qui doit être de longueur telle que le fonds de subsistance utilisable soit nécessaire et suffisant à payer les salaires tant que dure le procès productif (1) ».

Que les banques abaissent arbitrairement leur taux de prêt, il se développe un volume d'affaires plus grand que ne le permettent les conditions sous-jacentes de la consommation et de l'épargne. « Le premier effet de l'accroissement de l'activité productrice engagée par la politique des banques de prêter au-dessous du taux naturel est d'élever les prix des biens de production tandis que ceux des biens de consommation ne se relèvent que modérément » (*Theorie des geldes*). Et la hausse de prix une fois commencée, l'ajustement du taux réel à son niveau d'équilibre sera plus difficile encore, puisqu'il faudra en outre

(1) *The Theory of money and credit*, p. 360.

tenir compte de l'attente de la hausse et du développement de l'activité.

L'expansion signifiera alors hausse de prix continue et investissement croissant dans les procès qui nécessitent un équipement en capital lourd. Un volume de crédit toujours plus considérable sera nécessaire pour la soutenir. Mais d'autre part les relations essentielles de la consommation et de l'épargne restent plus ou moins les mêmes. Les changements dans la distribution des revenus dus à la chute de la valeur de la monnaie peuvent bien augmenter l'épargne volontaire. Cet accroissement, joint à l'épargne forcée (elle-même provoquant de la part de ses victimes une diminution d'épargne volontaire), est loin de suffire à balancer l'expansion induite du capital. « Un moment viendra forcément où ce qui est utilisable à la consommation sera consommé, et où les biens de capital employés en production ne seront pas encore transformés en biens de consommation » (1) (*Theorie*).

Il faut bien que les banques cessent d'étendre le crédit. Même si le souci de la liquidité n'intervient pas, l'inflation se terminera par une évansion des valeurs réelles, par le recours au troc. Si les banques peuvent retarder ce moment en pompant continuellement la monnaie bancaire en circulation, la débâcle est d'autant plus violente.

Il se peut que les banques aient constamment élevé leur taux de prêt, mais toujours en retard sur le taux naturel. Elles doivent alors l'avancer brutalement pour exclure de nouveaux emprunts et compenser les intérêts qu'elles doivent payer aux déposants. La surcapitalisation est arrêtée, « un mouvement inverse du premier commence donc, c'est-à-dire que les prix des biens de consommation s'élèvent et ceux des biens de production tombent, c'est-à-dire que le taux d'emprunt s'élève et se rapproche à nouveau du taux naturel » (*Theorie des geldes*) (2). Et l'avance du taux bancaire contribue au retour de la relation normale entre biens de consommation et de production, aligne le procès d'expansion industrielle et les relations sous-jacentes de la consommation et de l'épargne. Le cycle peut reprendre. La situation finale est analogue à la situation initiale ; toutefois du capital mal employé reste improfitable. Mais il est difficile d'admettre, à première vue, que le cycle puisse reprendre indéfiniment sans que

(1) *The Theory of money and credit*, p. 362.

(2) *Id.*, p. 339.

jamais les banques tirent parti de leur expérience. Mises invoque « la philosophie courante des hommes d'affaires qui voient dans l'abaissement du taux un but important de politique monétaire et jugent l'expansion de crédit la bonne méthode pour y parvenir (*geldwerstabilisierung*). » L'Etat lui-même, venant au secours des établissements bancaires imprudents, incite l'ensemble des banques à s'engager dans des affaires lucratives malgré le taux peu élevé. « A la seule circonstance que cette philosophie qui réclame l'expansion de crédit est typique de tous les groupes dominants, on doit attribuer le fait qu'après chaque crise se développe une reprise qui se termine à nouveau en crise. » (*Id.*) Si l'on pouvait éliminer tout stimulant artificiel du commerce, le progrès serait plus lent mais aussi plus continu et plus économique. Sans tenter de stabiliser la valeur de la monnaie, cette politique implique seulement le souci d'éviter tout essai d'abaisser artificiellement l'intérêt, et de faire naître la prospérité du crédit bancaire.

On peut donc distinguer deux parties dans la théorie du cycle de M. Mises :

— Comment les banques peuvent garder leur taux de prêt au-dessous du taux naturel, et provoquent ainsi une expansion injustifiée qui conduit inévitablement à la crise ;

— Quel facteur permanent explique le retour périodique de ces fluctuations.

L'essentiel de la première partie pourrait s'incorporer dans une hypothèse non bancaire des cycles. Par contre la pression générale qui s'exerce sur les banques pour les amener à baisser leur taux et dans laquelle M. Mises voit l'unique cause du retour des cycles, est caractéristique de sa position particulière. Par son insistance sur les conséquences de l'action des banques tendant à un abaissement du taux, il se sépare des nombreux auteurs qui incriminent la *défaillance* des banques à élever le taux d'escompte pour suivre le taux naturel. D'autre part sa théorie du cycle constitue peut-être l'unique exemple d'une théorie monétaire « pure », puisqu'elle ne recourt pas au facteur exogène du progrès technique comme premier moteur.

Pour cette raison, en dehors des objections communes à toutes les théories qui expliquent les cycles par le jeu d'une différence entre l'intérêt réel et l'intérêt naturel, des critiques se sont élevées du sein même du groupe monétaire contre cette responsabilité qu'il attribue à la seule activité bancaire : MM. Hayek, Machlup lui reprochent d'abandonner la tradition wicksellienne

suivant laquelle c'est l'inaction bancaire qui cause une altération des taux lorsque le progrès technique élève le taux naturel.

Etudiant les cycles à la lumière des disparités des prix, il effraie les uns, déçoit les autres. Il est trop timide encore pour M. Hayek qui regrette l'attention qu'il continue, à porter aux mouvements du niveau général des prix. Ne peut-on rattacher d'importantes variations cycliques à un accroissement de monnaie et de crédit, même sans qu'il y ait eu changement prononcé du niveau général des prix ?

A l'opposé M. Hawtrey (1) l'accuse d'avoir posé comme hypothèse préalable qu'on peut identifier un changement dans les niveaux de prix relatifs des biens de consommation et de production avec un changement du taux. Cet économiste allègue qu'une hausse relative des biens de consommation peut coexister avec un taux bas : la seule conséquence en sera l'apparition de profits supplémentaires pour les producteurs et négociants. Reprenant le cours du cycle, il suppose une création de crédit bancaire destinée à la production de biens de capital. Mais leur demande accrue s'accompagnera vite d'une augmentation du courant monétaire consacré aux biens de consommation en raison des revenus qu'elle engendre, leur niveau de prix s'élèvera plus ou moins que celui des biens de capital (en tenant compte de ce correctif : que l'accroissement de demande des biens de consommation se reflète à son tour sur les biens de capital). Mais son argumentation n'est pas décisive sur le seul point en litige : M. Mises a-t-il raison d'écrire « le premier effet de l'accroissement de l'activité productrice... est d'élever les prix des biens de production tandis que ceux des biens de consommation ne se relèvent que modérément » ? c'est-à-dire la hausse *absolue* des biens de consommation sera-t-elle aussi *relative*, comme le prétend M. Hawtrey ?

Par ailleurs, sans y insister, M. Hawtrey émet l'opinion que le moment viendra vite où la hausse de prix se nourrira d'elle-même et où les profits dus à l'économie réalisée sur le taux, apparaîtront comme très secondaires. Mais l'expérience prouve qu'on ne peut refuser d'accorder à M. Mises le caractère décisif de la hausse brutale du taux d'intérêt au point culminant du boom.

Si M. Mises se base sur la doctrine de Wicksell, il en abandonne certaines parties fondamentales. Tandis que Wicksell allé-

(1) Cf. son analyse de l'ouvrage de M. Mises dans la revue des livres de *Economic Journal*, 1935.

guait qu'une hausse cumulative et indéfinie se développerait tant que le taux de prêt serait inférieur au taux naturel, M. Mises, s'abritant derrière l'autorité de M. Bohm-Bawerk, argue que la baisse de l'intérêt sera limitée par l'apparition de procès de production plus longs.

« S'il en est ainsi, écrit Wicksell (1), le mouvement ascendant des prix devra cesser, ce qui n'empêchera pas, d'autre part, la banque d'élever encore les prix par une nouvelle diminution du taux. » Observation que M. del Vecchio (2) juge erronée : le nouveau taux ne pourra diminuer davantage puisqu'il correspond à un procès déjà trop long dans les conditions données. Mais la banque n'a-t-elle pas, par hypothèse, tout pouvoir d'abaisser, arbitrairement, son taux de prêt ?

Surtout Wicksell nie l'hypothèse principale, suivant laquelle l'entrepreneur modifie la durée des procès, et invoque une tendance à l'augmentation des salaires — d'ailleurs nominale en raison de la hausse des prix. La différence entre le taux payé à la banque et le taux naturel restera à l'entrepreneur et constituera la force déterminant les variations de prix. M. del Vecchio l'approuve de donner leur juste importance aux éléments qui déterminent l'activité économique, et en particulier de refuser de faire dépendre du taux d'escompte la durée des procès productifs ; il va jusqu'à taxer M. Mises de contradiction pour recourir, après les avoir préalablement écartés, à des éléments extrinsèques au système de crédit.

Avec plus de raison peut-être, M. Hawtrey (3) fait ressortir combien manque de base sérieuse l'idée que l'expansion se terminera par l'épuisement du « fonds de subsistance ». Dans la théorie de Bohm-Bawerk, ce fonds comprend tout l'équipement en capital de la communauté ; le stock présent de biens de consommation n'en est donc qu'une part relativement faible. Que l'expansion générale de la demande empiète sur ce fonds, la hausse de prix des biens de consommation fournit aussitôt le correctif nécessaire pour empêcher l'épuisement, et l'ensemble du fonds est finalement accru par l'augmentation du capital en cours de production.

D'autre part M. Mises pèche par cette confusion — qui sera celle de bien d'autres —, entre le taux à court terme et le taux à

(1) Cité par M. del Vecchio : *Ricerche sopra la teoria generale della moneta*, § 18.

(2) Cf. *Ricerche sopra la teoria generale della moneta*, p. 358.

(3) Cf. « Books review » d'*Economic Journal*, 1935.

long terme. L'effet direct d'une action bancaire se fait sentir sur le taux à court terme, par conséquent, au moins au début, plutôt sur la production de biens de consommation que sur celle de biens de production.

S'il étend indûment sur ce point le pouvoir des banques il restreint par contre leur action à l'abaissement du taux, en ne se bornant plus seulement à l'argument idéologique de l'« argent bon marché » mais invoquant en outre des raisons techniques : « Nous n'avons à considérer que le cas où les banques réduiraient leur taux au-dessous du taux naturel, non l'inverse, car elles se retireraient alors de la concurrence sur le marché de prêt sans exercer nul dommage (1). » Mais si les banques sont pratiquement seules à prêter à court terme, la hausse relative du taux de prêt aura de graves conséquences. Exclure cette hypothèse, c'est exclure la possibilité de restreindre la production en contractant le crédit et en appréciant l'unité monétaire.

La politique bancaire qu'il prescrit a subi les reproches d'être dogmatique, individualiste. M. Neisser (2) nie que billets et dépôts puissent avoir le même pouvoir. M. Stucken appelle « stabilisation de dépression perpétuelle » sa proposition de rétablir le Peel Act en sa forme stricte. Enfin la théorie de M. Mises est-elle susceptible de s'appliquer au cycle ? Wicksell (3) soutient le contraire, dans toute la mesure où elle utilise sa propre théorie, qui n'est d'après lui qu'une hypothèse hasardeuse, une amplification de la vieille théorie quantitative : « Si les changements du pouvoir d'achat de la monnaie nés de la politique de crédit sont intimement liés au cycle et sans doute l'influencent, surtout en donnant lieu aux crises, il n'est pas essentiel de supposer un lien nécessaire entre les deux phénomènes. La cause principale et suffisante du cycle est que le progrès technique et commercial ne peut, de sa nature, marcher de pair avec les besoins humains (4). »

Ce qui rend critique la position de M. Mises, c'est d'être placé entre ses maîtres et ses disciples, de subir le feu convergent de leurs critiques ; jugé simultanément trop timide, trop hardi ; accusé de détourner des matériaux de leur véritable destination et

(1) Cf. Mises : *The Theory of money and credit*, p. 360.

(2) Cf. sur ce point l'ouvrage de M. Ellis : *The german monetary theory*, ch. xix, § 1 *in fine*.

(3) Cf. *Lectures*, t. II, ch. iv, note on trade cycles and crises.

(4) Cf. *Lectures*, II « on money and credit », p. 197.

en même temps de s'attacher à des conceptions périmées. Son plus grand mérite, ce fut, par un important développement sur les influences qu'un taux monétaire différent du taux naturel exerce sur les prix des biens de consommation et de production, d'avoir transformé la théorie de Wicksell en une explication du cycle logiquement satisfaisante.

CHAPITRE II

M. Machlup.

L'ouvrage de M. Machlup, *Borsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung* (1), constitue l'un des rares essais systématiques de porter les phénomènes du marché des valeurs dans les parties générales de l'analyse économique, et de plus de relier plus étroitement la théorie « pure » des fluctuations cycliques de Wicksell et de M. Mises aux formes du capitalisme moderne, en approchant les abstractions de la réalité.

A côté des problèmes relatifs aux variations quantitatives du pouvoir d'achat, d'importantes controverses s'attachent à la qualité du crédit.

Le leitmotiv de sa recherche, c'est de découvrir quelles relations existent entre les marchés de valeurs et l'industrie :

La spéculation boursière dérobe-t-elle du capital à l'industrie ? Si les banques prêtent à la spéculation, cela constitue-t-il un hasard particulier à la phase de prospérité ? Quels en seront les effets sur la structure de l'industrie ? Peut-on rationner le crédit, l'empêcher de se détourner vers la Bourse ? Quel est le statut économique du capital de travail ? Quels changements réels conditionnent les fluctuations saisonnières du marché monétaire ?

L'essentiel de son livre se divise en deux parties :

— Il étudie d'abord comment la spéculation boursière retire des capitaux à la production, en partant de la théorie générale monétaire et de la théorie du capital. Il conclut que le seul cas important où les transactions spéculatives empêchent les offres nouvelles de « dispositions de capital » de se transformer en capital réel, c'est lorsque ces offres sont fournies par l'inflation et non par épargne volontaire. Ces additions par inflation doivent conduire finalement à des extensions injustifiées des méthodes capitalistes, puis à la crise et à la dépression.

(1) Vienne, 1931.

— Puis, après avoir exposé la théorie générale des fluctuations, il se demande s'il est possible de restreindre la circulation d'un crédit d'inflation à certaines parties seulement du système économique. Tant que le niveau général des prix n'est pas affecté, le système bancaire peut sans répercussions graves accorder des crédits à sa guise aux marchés de valeurs. Pourrait-on se défendre contre un excès de capital fixe en restreignant les avances bancaires d'inflation à la fourniture du « capital de travail » ? Mais, pour M. Machlup, la distinction entre capital fixe et capital de travail repose sur une erreur fondamentale, et de plus on ne peut empêcher une inflation de crédit de se consacrer à des extensions disproportionnées des processus de production et en même temps de se refléter en une hausse des cours des valeurs.

Il conclut que les cours des valeurs sont probablement le meilleur guide pour la politique de l'Institut d'Emission, car les indices de prix sont incertains et difficiles à interpréter et de plus se déplacent souvent trop tard.

DEUXIÈME PARTIE

M. KEYNES

Introduction.

Wicksell fut le premier à démontrer que l'analyse de l'investissement et de l'épargne permettait d'intégrer dans une étude du cycle les phénomènes monétaires et les phénomènes réels.

L'Ecole de Vienne d'une part, M. Keynes d'autre part, s'attachent au déséquilibre épargne-investissement, mais emploient différemment cette méthode d'approche du cycle et leurs résultats contrastent.

Les fluctuations proviennent d'une part de la structure interne de la vie économique, d'autre part de forces initiales qui amènent le mouvement. Ces deux séries de causes fondamentales de variations jouent dans le « réel », c'est-à-dire amèneraient des dislocations économiques même en une économie de troc. Mais en un système monétaire, le choc d'un changement technique s'amplifie lorsqu'il passe par l'intermédiaire de la monnaie.

M. Keynes, aussi bien que M. Hayek (dont l'étude fera l'objet de la 3^e partie de cette thèse), repousse la phrase souvent citée de Stuart Mill. « Il ne peut y avoir de chose plus insignifiante dans l'économie de la société que la monnaie. » Pour l'un et l'autre la tâche de la théorie monétaire n'est rien moins que de couvrir une seconde fois le champ entier traité par la théorie pure sous l'hypothèse de troc, de chercher quels changements dans ses conclusions résultent de l'introduction de la monnaie et de l'échange indirect (1).

(1) Cf. Hayek : *Prices and production*, p. 110 ; Keynes « reply to Hayek », *Economica*, novembre 1931, § 11.

Avec M. Mises, avec M. Hayek, avec M. Robertson (voir l'appendice à cette 2^e partie), M. Keynes s'attache principalement au mauvais ajustement de l'outillage et prend pour centre de son étude les troubles dans le capital fixe et de travail. Si la surcapitalisation est inconcevable dans l'absolu, la technique de production peut devenir trop capitaliste relativement à l'épargne courante et au taux d'intérêt. Le capital employé en collaboration avec le travail doit assumer une forme technique unique pour chaque proportion de capital et de travail.

Mais ces différents économistes se séparent sur le chapitre des causes de cette surcapitalisation relative, et surtout sur celui des résultats.

Ainsi M. Hayek croit dangereux de diriger la monnaie. Il suffirait, estime-t-il, de la garder « neutre » pour que les troubles qui surgissent constamment des phénomènes « réels » en un monde dynamique ne puissent engendrer chez les entrepreneurs de graves erreurs de jugement. M. Keynes à l'opposé, a une confiance presque absolue dans le pouvoir caché des ajustements monétaires pour apaiser les frictions qui naissent des troubles non monétaires.

CHAPITRE PREMIER

Préliminaires.

§ 1. — *Le niveau général des prix et les prix relatifs* (1).

Les fluctuations des prix considérés individuellement relèvent de deux influences distinctes :

— Influences « côté monnaie » qui affectent tous les prix de la même façon.

— Changements « côté biens » qui les affectent relativement entre eux et peuvent n'impliquer aucun changement de la valeur de la monnaie ou du niveau général des prix.

Ce que l'on désigne par « fluctuation de la valeur de la monnaie », c'est le mouvement hypothétique qui aurait eu lieu si des changements « côté monnaie » avaient été seuls en cause.

Tel est, d'après M. Keynes, l'essentiel des conceptions Jevons-Edgeworth, contre lesquelles il s'élève. Pour lui, il n'existe pas de centre unique, appelé « niveau général des prix », autour duquel s'éparpillent les niveaux de prix individuels, mais les diverses conceptions de niveaux de prix de biens composites qui sont nécessaires aux enquêtes et aux recherches.

C'est une erreur que d'abstraire le niveau général des prix hors des prix relatifs, parce qu'il en est fonction. On ne peut parler d'un « changement hypothétique qui serait intervenu s'ils n'avaient pas changé individuellement », puisqu'ils ont changé et l'ont affecté.

Cette erreur, d'après M. Keynes, est particulièrement nette dans la théorie économique courante qui tend à croire que « pouvoir d'achat de la monnaie » (standard de consommation), « standard de gros », « standard international », théoriquement distincts, sont pratiquement équivalents : pour l'étude des fluctuations cycliques dont l'essence réside dans l'impossibilité pour ces divers niveaux de prix de bouger de la même façon, c'est résoudre d'avance le problème !

(1) Cf. *Treatise on money*, ch. vi, § 2 et ch. vii.

Toutefois l'idée qu'un changement dans un niveau de prix particulier tend à se diffuser, contient une part importante de vérité, surtout lorsque le trouble initial est de caractère monétaire : sur une période de temps suffisante, et en l'absence d'influences non monétaires, des niveaux de prix distincts peuvent s'établir aux mêmes positions relatives.

Il n'en sera pas de même lorsque le trouble initial est une expansion de la circulation, car interviennent alors deux autres facteurs dont il ne faut pas mésestimer l'importance :

— L'accroissement du pouvoir d'achat ne se répartit pas de même entre les divers acheteurs qui se présentent au marché, mais souvent se concentre en une catégorie particulière (gouvernement, emprunteurs...) avec un effet immédiat sur certains biens. Il en résultera finalement un nouvel équilibre, mais aussi un changement durable et important des prix relatifs (sujets à deux types d'influences : changement technique des coûts et des processus de production, changement de la direction de la demande par suite des goûts nouveaux ou de la nouvelle distribution du pouvoir d'achat). Ainsi un changement « côté monnaie » peut affecter les prix relatifs.

— Diverses sortes de contrats monétaires peuvent empêcher les prix de varier librement et immédiatement. C'est notamment le cas des salaires. Il en résulte l'impossibilité pour les niveaux de prix distincts de bouger simultanément.

Le fait que le résultat final des changements monétaires sur les divers prix sera uniforme demeure bien moins important que leur variabilité relative — notamment pour les fluctuations à courte période : ces dernières n'ont un sens que parce que les changements monétaires n'affectent pas tous les prix de même, au même degré ou en même temps. Les divergences des différents niveaux de prix témoignent des troubles sociaux qui en résultent et les mesurent.

Sur le plan international l'hypothèse d'une variation uniforme des divers niveaux de prix est plus irréaliste encore.

§ 2. — Définitions (1).

Revenu : M. Keynes considère comme équivalents le revenu monétaire total de la communauté, les salaires des facteurs de produc-

(1) Keynes : *Treatise*, ch. IX, p. 123.

tion et le coût de production. Il donne du profit une définition spéciale qui l'exclut du revenu.

Le revenu tel qu'il le définit comprend notamment les salaires de toutes sortes, y compris les pensions, la rémunération normale des entrepreneurs, l'intérêt du capital, les gains qui découlent de monopoles ou de rentes.

Profit : il le définit « la différence positive ou négative entre la rémunération réelle des entrepreneurs (déduction faite de leurs dépenses) et leur rémunération normale. Le profit n'entre donc pas dans le revenu de la communauté, mais il constitue une augmentation ou une diminution de la valeur de la richesse accumulée des entreprises. S'il est dépensé en consommation courante, il équivaudra à une épargne négative, par suite de cette définition ; épargne positive au contraire si l'on restreint sa consommation courante en raison de pertes.

Le profit dépendra donc de ce que M. Keynes considère comme « la rémunération normale des entrepreneurs » : d'après lui, c'est le taux de rémunération qui ne leur donnerait aucun motif de modifier l'échelle de leurs opérations, dans le cas où ils auraient la possibilité de conclure de nouveaux contrats avec tous les facteurs de production aux taux de salaires qui prévalent alors. Si leur rémunération réelle est différente, dans la mesure où les contrats n'entravent pas leur liberté, ils s'efforceront de développer ou de restreindre leurs affaires. Toutefois un retard peut surgir entre le moment où les profits deviennent négatifs et la réaction de ce phénomène sur la production. Il faut attacher une grande importance aux contrats de longue durée conclus avec les facteurs de production (notamment le capital fixe), car ils expliquent comment des entreprises peuvent continuer à produire à perte, ou bien comment des profits peuvent persister, en attendant que soient conclus des contrats à long terme et que l'offre puisse s'accroître.

Epargne : Il y voit la différence entre les revenus monétaires des individus et leurs dépenses monétaires en consommation courante. En sont donc exclus les profits, même s'ils ne sont pas dépensés en consommation courante, puisqu'ils sont déjà exclus du revenu. Extérieurs à l'épargne, ils expliquent comment la valeur de la production totale peut différer de son coût de production en termes monétaires, et de plus comment peuvent diverger la valeur de l'accroissement de la richesse nationale à tout moment et le total des épargnes individuelles.

Investissement (1) : Son taux est l'accroissement net en une période de temps du capital de la communauté —, sa valeur, non pas l'accroissement de valeur du capital total, mais la valeur de son accroissement en toute période. La valeur de l'investissement courant est donc égale à la somme des épargnes et des profits.

Production utilisable ou non : La production (*out put*) utilisable englobe tout le flot de biens liquides et de services susceptibles d'être employés immédiatement à la consommation.

A l'opposé la production non utilisable englobe tout ce dont s'accroissent les biens de production et le capital de prêt, sous une forme qui ne leur permet pas d'être consacrés à la consommation.

Donc la consommation courante se compose de la production utilisable et de la variation nette des stocks de biens de consommation (toute diminution de ces stocks venant grossir la consommation courante et inversement). L'investissement courant au contraire se compose de la production non utilisable et de la variation nette des stocks.

C'est donc la production utilisable (et accessoirement la variation des stocks) qui, pour M. Keynes, gouverne la consommation et non la production totale. Tant que les taux de rémunération des facteurs de production restent constants, le revenu monétaire des consommateurs tend à varier avec la production totale.

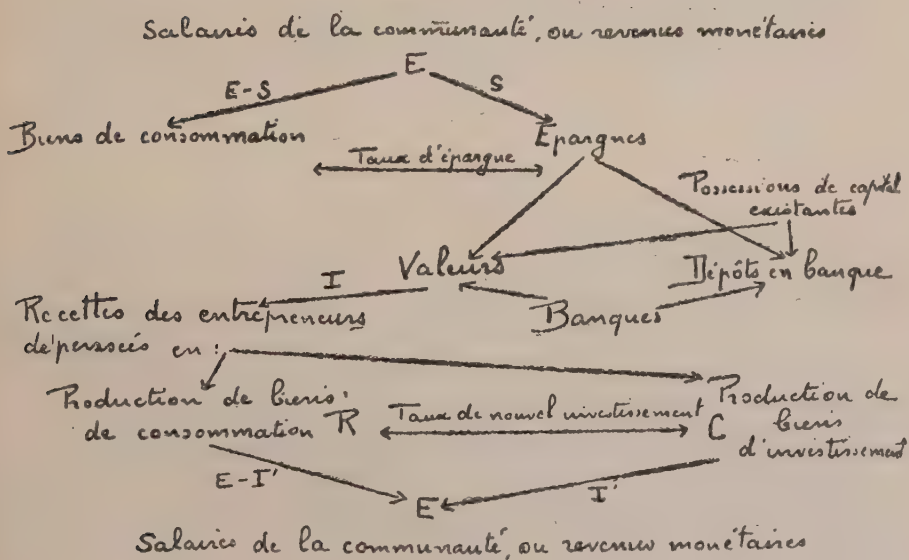
(1) Keynes en donne ailleurs (*Treatise*, t. I, p. 172) une définition peut-être plus claire : « C'est l'acte de l'entrepreneur dont la fonction est de mettre en œuvre la décision qui détermine le montant de production non utilisable ; il consiste en l'acte positif de mettre en route ou de maintenir un procès, ou de retenir des biens liquides ; ce qui le mesure, c'est l'addition nette à la richesse sous forme de capital fixe, de capital de travail ou liquide ».

CHAPITRE II

Les équations fondamentales de la valeur de la monnaie (1).

La tâche réelle de la théorie de la monnaie, ce n'est pas, d'après M. Keynes, de dégager des identités ou des équations statistiques entre la monnaie et les biens, mais plutôt de poursuivre

DIAGRAMME DE LA THÉORIE DE M. KEYNES SUR LA CIRCULATION DE LA MONNAIE.



(1) Keynes : *Treatise*, ch. x.

une analyse dynamique des éléments qu'elle implique, pour faire ressortir le processus causal qui détermine le niveau de prix et la méthode de transition d'une position d'équilibre à l'autre. La Théorie Quantitative de la Monnaie est incapable de répondre à ce but. D'autre part elle a le tort de s'appliquer au standard artificiel des transactions en espèces et non aux standards fondamentaux du travail et du pouvoir d'achat.

Aussi M. Keynes, plutôt que de partir de la quantité de monnaie sans se soucier de son *emploi*, s'attachera d'abord au revenu monétaire et à sa double division en biens de consommation et d'investissement d'une part, en biens de consommation ou épargne d'autre part. Si ces deux divisions s'effectuent dans la même proportion, c'est-à-dire si les coûts de production se partagent entre biens de consommation et biens d'investissement comme la dépense entre la consommation et l'épargne, le niveau de prix et le coût des biens de consommation seront égaux.

MM. Hansen et Tout (1) résument fort clairement les équations de M. Keynes :

Volume physique de la production.

O = volume total de la production.

R = volume de production des biens de consommation.

C = volume de production des nouveaux biens de capital (biens d'investissement) ; c'est-à-dire l'accroissement net au capital physique de la communauté, le remplacement des biens usés étant exclu.

$$O = R + C \text{ (équation du volume).}$$

Dépense monétaire totale qu'entraîne la production.

E = dépense monétaire totale dans l'ensemble de la production (salaires monétaires des facteurs de production, y compris la rémunération normale des entrepreneurs mais non les profits) ; E égale en même temps le revenu normal de la communauté ;

Er = dépense monétaire totale dans la production des biens de consommation ;

I' = dépense monétaire totale dans la production des nouveaux biens de capital.

(1) Cf. « Annual survey of business cycle theory », *Econometrica*, avril 1933.

$$E = E_r + I' \text{ (équation de la dépense).}$$

Niveaux de prix.

π = niveau de prix dans l'ensemble de la production ;

P = niveau de prix des biens de consommation ;

P' = niveau de prix des biens de capital.

Valeurs de production.

πO = valeur monétaire de l'ensemble de la production ;

PR = valeur monétaire de la production de biens de consommation ;

P'C = valeur monétaire totale de la production de biens de capital (c'est-à-dire de nouveaux biens d'investissement).

Epargne et profits inespérés.

$S = E - PR$ = valeur monétaire des épargnes (définies comme la part du revenu normal de la communauté qui n'est pas dépensée en biens de consommation.

$O = \pi O - E$ = profits (c'est-à-dire le produit des ventes diminué de toutes les dépenses de production).

Puisque les profits ne font pas partie du revenu, il découle de la définition de l'épargne que les profits dépensés en biens de consommation sont une épargne négative.

Tels que M. Keynes les définit, épargne et profits seront donc dépensés en biens de capital :

$$I = Q + S \text{ (équation de l'investissement).}$$

Coûts unitaires.

$\frac{E}{O}$ = coût de production par unité de l'ensemble de la production.

$\frac{I'}{C}$ = coût de production par unité des nouveaux biens d'investissement.

Les unités de mesure d'O et de C sont choisies de telle sorte que, dans l'année de base, le coût unitaire de production soit le même pour les biens de capital que pour l'ensemble de la production.

$$\frac{I'}{C} = \frac{E}{O} \text{ (équation de l'année de base).}$$

Les deux équations fondamentales des niveaux de prix.

$PR = E - S$ d'après la définition de l'épargne.

Multiplions E par $\frac{R + C}{O}$ qui, par l'équation du volume, est égal à l'unité. Il vient : $PR = \frac{E}{O}(R + C) - S$.

Effectuons la multiplication et remplaçons $C \cdot \frac{E}{O}$ par I' , d'après l'équation de l'année de base :

$$PR = \frac{E}{O} \cdot R + I' - S.$$

Et finalement, en divisant par R :

$$P = \frac{E}{O} + \frac{I' - S}{R} \text{ (première équation fondamentale).}$$

Les profits non attendus Q sont d'une part égaux à $\pi O - E$ et de l'autre, par suite de l'équation d'investissement, à $I - S$. En égalant ces deux expressions, il résulte $\pi = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{O}$ (deuxième équation fondamentale).

De ce raisonnement purement arithmétique, M. Durbin (1) retrace ainsi les idées directrices :

En l'absence d'épargne, le produit total doit se composer de biens de consommation, dont le niveau de prix est donné par la formule $P = \frac{E}{O}$. En cas d'épargne les prix doivent tomber : $P = \frac{E - S}{O}$, les coûts restant $\frac{E}{O}$. Mais si l'on se réfère à un équilibre purement monétaire, il faut tenir compte de la partie des épargnes qui est dépensée dans l'investissement : si I désigne le taux d'investissement, le niveau de prix π de l'ensemble de la production s'élèvera au-dessus du niveau qu'il aurait atteint si aucun investissement n'était intervenu : $\pi = \frac{E - S + I}{O}$, il y aura donc deux niveaux de prix parce qu'il y a deux types distincts de produits.

Pour séparer de π le niveau de prix P des biens de consommation, il faut permettre l'apparition de profits dans la production de biens de capital, difficulté que M. Keynes surmonte en désignant par I la dépense en biens de capital (leur valeur) et par I'

(1) *Purchasing power and trade depression*, ch. IV, § 2.

leur coût de production : la différence de I et de I' constituera les profits liés à la production de biens de capital.

C'est I qui affecte π : $\pi = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{O}$, et I' (cette partie de I qui ne crée pas simplement des profits sur les biens d'investissement) qui affecte P : $P = \frac{E}{O} + \frac{I' - S}{R}$.

Une erreur dans les équations.

Mais M. Hansen et M. Tout (1) signalèrent dans la première équation fondamentale une erreur qui lui faisait perdre la plus grande partie de sa valeur.

Si cette identité, disaient-ils, est exacte pour l'année de base car elle dérive de la proposition évidente que $PR = E - S$, elle est en général inexacte pour les années subséquentes, à moins que l'on ne suppose la condition à peu près irréalisable que le coût d'une unité de bien de production varie exactement comme celui d'une unité de bien de consommation.

Par exemple supposons qu'une découverte double l'efficacité du travail des ouvriers dans les industries de biens de production sans que rien de tel ne se produise du côté des biens de consommation : C a doublé, O s'est accru d'un montant égal à la production additionnelle de C , $\frac{EC}{O}$ s'est donc accru. Il n'y a aucune raison de supposer une augmentation du coût de production du plus grand volume de C puisque l'accroissement provient de la technique et non de l'emploi d'un nombre supérieur de facteurs de production : I' reste donc constant. Il y aura donc une divergence entre $\frac{EC}{O}$ et I' dans les années autres que l'année de base, sauf lorsque le progrès technique a lieu simultanément et au même degré pour les biens de production et de consommation.

M. Keynes (2) reconnut son erreur et proposa deux solutions pour y remédier :

— introduire un nouveau facteur k dans la 1^{re} équation qui permettra de rapporter les salaires effectifs des facteurs engagés dans la production de biens de consommation $\frac{Er}{R}$ (soit Wr) à ceux des

(1) Cf. *American economic review*, de septembre 1932.

(2) *American economic review*, de mars 1933.

facteurs engagés dans la production de biens de capital $\frac{I'}{C}$ (soit Wc).

$$\text{Il vient : } P = \frac{E}{R + kC} + \frac{I' - S}{R}.$$

Mais en ce cas l'introduction de C est un peu arbitraire, mieux vaut l'éviter : $E = Er + I'$ et $PR = E - S$

$$P = \frac{Er}{R} + \frac{I' - S}{R} = Wr + \frac{I' - S}{R}.$$

Quant à la deuxième équation : $\pi = W_I + \frac{I - S}{O}$ où $W_I = \frac{E}{O}$, taux de salaires par unité de production.

— ou bien M. Keynes suggéra de redéfinir les unités mesurant les quantités physiques de la façon suivante : « choisir les unités de biens consommés comme la quantité qui a le coût unitaire de production dans l'année de base, et l'unité de biens investis en toute année comme celle qui a dans cette année le même coût de production qu'une unité de biens consommés. »

Mais O doit représenter un concept physique et non un concept de valeur ou de coût : ce qui est difficile si les unités de mesure de C , partie de O , sont sujettes à varier avec k . O , défini de cette façon, pourrait rester inchangé tandis que la production mesurée en une unité physique invariable changerait, et inversement. Les équations fondées sur une unité de mesure variable perdraient donc toute signification pratique.

CHAPITRE III

Enseignements des équations fondamentales.

§ 1. — *Les caractéristiques du profit (1).*

Désignons par Q_1 le profit retiré de la production et de la vente des biens de consommation,
par Q_2 le profit retiré des biens d'investissement,
par Q le profit total.

$$Q_1 = PR - \frac{E}{O}. R = E - S - (E - I') = I' - S$$

$$Q_2 = I - I' \qquad Q_1 + Q_2 = I - S$$

$Q = I - S$, c'est-à-dire la différence entre la valeur du nouvel investissement et les épargnes.

$P = W_1 + \frac{QI}{R}$; $\pi = W_i + \frac{Q}{O}$: donc le prix des biens de consommation est égal au taux des produits des facteurs de production plus le taux des profits réalisé par unité de production dans les biens de consommation ; et il en est de même pour l'ensemble de la production.

Ces équations ne sont rien d'autres que des truismes, mais M. Keynes y voit le moyen de rattacher la cause à l'effet.

Une particularité des profits (et pertes) ne permet pas de les comprendre dans le revenu. En effet, si les entrepreneurs consacrent une partie de leurs profits à des dépenses de consommation, le profit tiré de la vente des biens de consommation est accru d'autant — et cette opération d'autre part constitue une diminution d'épargne, qui restreint donc $I' - S$. Ainsi quelle que soit la somme dépensée par ces entrepreneurs, l'accroissement de richesse dont ils bénéficient reste le même, et M. Keynes s'appuyant sur cette remarque assimile les profits à la « jarre inépuisable de la

(1) Cf. *Treatise*, ch. x, § 2.

veuve » (1) (*Widow's cruse* — terme qui fut appelé à un grand succès dans la littérature économique anglo-saxonne). Inversement s'ils perdent de l'argent dans leur production, se restreindre est pour eux tout aussi vain que de s'efforcer de remplir le « tonneau des Danaïdes ».

Puisque la somme des épargnes et des profits est toujours égale au coût de production des biens d'investissement, s'ensuit-il que ces biens se vendent toujours à un prix égal à leur coût ? Nullement, estime M. Keynes, car une différence entre leur prix de vente et leur coût se résoudra seulement en un profit pour leurs producteurs. Si de cette plus-value les entrepreneurs consomment une partie, un profit en résultera pour les producteurs de biens de consommation et ceux-ci pourront à leur tour le consacrer à l'achat de biens d'investissement.

Quel que soit le niveau de prix des biens d'investissement, il y aura toujours égalité entre leur valeur et le montant consacré à leur acquisition. Le profit est donc un effet de la situation générale plutôt que sa cause, aussi serait-il anormal de le faire figurer dans le revenu. Quelle que soit la dépense effectuée en biens de consommation, l'épargne ne peut disparaître tant que la production de biens d'investissement ne diminue pas. Mais le profit, dès qu'il apparaît, devient une source de fluctuation dans le système économique, aussi importe-t-il de l'isoler dans l'équation (2).

§ 2. — *Le niveau de prix des nouveaux biens d'investissement* (3).

Epargner pose un problème de choix entre la consommation présente et la détention de richesses, et ce 2^e cas un nouveau choix entre thésauriser (conserver son argent sous forme de dépôts bancaires) ou investir (le consacrer à d'autres formes de capital réel : les valeurs). Notons tout de suite que, comme il l'a précisé en

(1) Allusion biblique à la veuve de Sarepta.

(2) M. Keynes a admis qu'en ce passage il supposait tacitement que la production demeurerait inchangée malgré la chute des prix. M. Robinson (« A parable on saving and investment », *Economica*, février 1933) estime qu'il a eu tort de concentrer son attention sur la demande. L'hypothèse tacite de M. Keynes d'après laquelle l'offre est parfaitement inélastique enlève tout intérêt à son exemple, tout au moins au premier abord. En effet, un examen plus approfondi démontre qu'il est possible de maintenir la validité de son raisonnement en recourant à des hypothèses plus plausibles.

(3) *Treatise*, ch. x, § 3. M. Keynes, en réponse à certaines critiques, a donné plus de clarté à sa théorie sur ce point (cf. 2^e section).

réponse à certaines critiques de M. Hayek, M. Keynes estime que l'épargne et l'investissement peuvent diverger sans que la monnaie ait abandonné la « neutralité » (au sens de M. Hayek), simplement parce que le public change son taux d'épargne, les entrepreneurs leur taux d'investissement, et qu'il n'existe pas de mécanisme automatique pour les garder égaux.

En effet, la décision d'un particulier sur le volume de son épargne et celle qui détermine le nouvel investissement, se rapportent à des activités courantes. Cette seconde décision concerne non seulement l'accroissement de richesse dont il vient de bénéficier mais tout son capital, dont cet accroissement n'est qu'un élément secondaire. Si un individu préfère les *savings-deposits* (1) (dépôts bancaires basés sur des épargnes qui seront ainsi facilement transformables en espèces ; critérium de n'être pas nécessités par un besoin de paiements courants), son éloignement des autres valeurs ne peut se mesurer en termes absolus, mais dépend de ses prévisions sur les profits qu'il pourra retirer de ces deux catégories, du prix des valeurs et du taux de ces dépôts. Si le système bancaire fait la contrepartie, achète des valeurs en échange de l'ouverture de dépôts, il n'est pas nécessaire que le niveau de prix des investissements s'abaisse.

Ainsi lorsque varient les attraits relatifs de ces deux catégories, on peut observer une chute des cours des valeurs, un accroissement de l'offre de *savings deposits* ou les deux phénomènes à la fois.

Une chute des cours indique donc que la « tendance à la baisse » du public a été insuffisamment compensée par la création de dépôts bancaires, ou que sa « tendance à la hausse » a rencontré une trop forte contraction des *savings-deposits*.

Par conséquent, le niveau de prix des investissements résulte à la fois du sentiment général du public et de la conduite du système bancaire — sans que l'on puisse établir un rapport numé-

(1) M. Keynes distingue :

Les dépôts primaires, provenant d'une remise de fonds, et qui comprennent :

- l'épargne réserve (*cash-deposits*) groupant les fonds de réserve des affaires (*business-deposits*) et l'encaisse des individus (*income deposits*) ;
- l'épargne productrice de revenu (*savings deposits*) ;
- le montant inutilisé des ouvertures de crédit (*unused overdraft facilities*) ;

Les dépôts dérivés, qui naissent d'un prêt antérieur.

(M. Louis Baudin : *La monnaie et la formation des prix*, p. 260.)

rique entre les mouvements de ce niveau de prix et la quantité de *savings-deposits*.

Ce niveau de prix est tel qu'il fait coïncider le désir du public de jouir de *savings-deposits* et le montant de ces dépôts que le système bancaire a l'intention et le pouvoir de créer.

Le niveau de prix des biens de consommation dépend des décisions du public relatives à la proportion de revenu à épargner, et des décisions des entrepreneurs sur la proportion de production qu'ils consacreront aux biens d'investissement — ces deux séries de décisions, et surtout la seconde, pouvant dépendre partiellement du prix des biens d'investissement.

Le niveau de prix de l'ensemble de la production et le profit total résultent donc de quatre facteurs : 1) taux d'épargne — 2) coût du nouvel investissement — 3) « tendance à la baisse » — 4) volume de *savings-deposits* — que l'on peut d'ailleurs ramener à deux : excès d'épargne sur le coût de nouvel investissement associé à un optimisme si violent en ce qui concerne l'avenir des valeurs que la création de dépôts bancaires ne peut arriver à le compenser.

Etant donné le coût et le taux du nouvel investissement, le niveau de prix des biens de consommation ne dépend plus que de la disposition du public envers l'épargne. Et si l'on connaît le volume de *savings-deposits*, le niveau de prix des biens d'investissement (nouveaux ou existants déjà) n'est déterminé que par la disposition du public à thésauriser.

Ces deux types de décisions agissent et réagissent l'une sur l'autre : épargne et investissement dépendent en partie du niveau de prix des biens d'investissement par rapport à leur coût, et l'attitude du public envers les *savings-deposits* et autres valeurs peut subir l'influence des prévisions relatives à la marge entre le prix et le coût des biens de consommation. C'est ainsi que dans le cas où la disposition du public envers les valeurs se modifie, sans compensation de l'action bancaire, le taux d'investissement peut être puissamment affecté par rapport à l'épargne.

Néanmoins malgré leurs réactions mutuelles on peut considérer comme indépendants les deux facteurs « excès d'épargne » et « tendance à la baisse ».

M. Keynes remarque qu'une chute de prix des biens de consommation provoquée par l'excès de l'épargne sur l'investissement, — si elle ne s'accompagne pas de changements de la tendance à la hausse ou à la baisse ou du volume de *savings-deposits*,

— ne nécessitera pas une variation de prix en sens inverse des nouveaux biens d'investissement. Remarque fondamentale qu'il justifie ainsi : dans les hypothèses précédentes, la valeur des biens d'investissement qui s'échangent contre l'épargne courante est toujours égale au montant de cette épargne, reste indépendante de la production courante de nouveaux biens d'investissement (si la valeur de celle-ci est inférieure à l'épargne, les producteurs encourront des pertes qu'ils financeront par dépôts bancaires ou ventes d'actifs).

Dans le cas le plus général, c'est le sentiment du public envers les valeurs ou les *savings-deposits* qui se modifie. Si la somme des abandons de dépôts par les entrepreneurs en pertes et de l'accroissement de *savings-deposits* que permet les banques arrive juste à compenser le désir accru de dépôts bancaires, il n'y a aucune raison pour que le cours des valeurs subisse une variation.

Par contre, les cours tendront à s'élever si le premier élément excède le second, et inversement.

§ 3. — *La relation du niveau de prix à la quantité de monnaie* (1).

La relation entre le pouvoir d'achat de la monnaie (c'est-à-dire le niveau de prix des biens de consommation) et le niveau de prix de l'ensemble de la production d'une part, et la quantité et la vitesse de circulation de la monnaie d'autre part, est dépourvue de ce caractère direct qu'invoquaient les anciennes équations quantitatives.

Si les habitudes bancaires restent constantes, les besoins en *cash-deposits* (2) dépendent en principe des salaires à payer (produit du taux des salaires par le volume de production) ; les besoins en *savings-deposits* de la conjonction des dispositions du public et des cours des valeurs.

Appelons « équilibre » la situation économique où les facteurs de production sont employés à plein, où le public ne joue ni à la

(1) Cf. *Treatise*, ch. x, § IV.

(2) Epargne-réserve. M. Keynes suppose que les individus désirent conserver par devers eux une certaine quantité de monnaie variable suivant le niveau des prix. Il croit donc l'homme capable de rompre avec ses habitudes puisque celles-ci sont liées à l'aspect nominal des phénomènes et non à leur aspect réel. Cette hypothèse paraît assez peu conforme à la réalité (M. L. Baudin : *La monnaie et la formation des prix*, p. 493).

hausse ni à la baisse des valeurs, où les *savings-deposits* sont normaux, et le volume de l'épargne égal au coût et à la valeur du nouvel investissement. En ce cas il existe un rapport unique entre la quantité de monnaie et les prix des biens de production et de consommation en bloc : que la quantité de monnaie double, les niveaux de prix doublent aussi. Mais si le volume d'épargne cesse d'être égal au coût du nouvel investissement, ou bien si le public spéculé sur les valeurs, les niveaux de prix fondamentaux (biens de consommation, production totale) peuvent diverger de leur valeur d'équilibre sans que se modifient la quantité de la monnaie ou sa vitesse de circulation.

Ils peuvent diverger même si les *savings-deposits*, les *cash-deposits*, la vitesse de circulation, le volume des transactions monétaires, le volume de production restent les mêmes.

Un tel équilibre n'est que théorique. Dans le monde réel il n'y aura aucune relation définie et prévisible entre d'une part les degrés de variations de la quantité et de la vitesse de circulation de la monnaie ainsi que du volume de production, et d'autre part le degré de changement des niveaux de prix : ce sera le cas notamment aux phases aiguës du cycle.

Quant à l'effet des profits sur le montant de *business-deposits* (dépôts bancaires d'industriels et de spéculateurs), on peut supposer que les niveaux de prix ne changeront pas sans un changement des facteurs monétaires. Mais cette hypothèse n'est valable que si les entrepreneurs déterminent le montant de leurs *business-deposits* seulement d'après leurs coûts de production. Si par exemple ils considèrent les profits comme un revenu régulier en ce qui concerne leur influence sur le volume des crédits bancaires, une hausse du niveau de prix par suite d'une élévation du 2^e terme de l'Equation exigerait un accroissement de la quantité ou de la vitesse de la monnaie tout aussi important que si c'était le 1^{er} terme qui s'était élevé. En fait ces profits exerceront probablement sur l'encaisse de l'industriel une moindre influence qu'un accroissement égal de recettes, au moins sur une courte période. De plus, même si ceux qui bénéficient finalement des profits (actionnaires) peuvent les considérer comme des revenus, alors qu'à présent la majeure partie des entreprises sont des sociétés à capital constitué par actions, les profits ne seront distribués que bien après les revenus, et en partie seulement, la plus grosse part étant consacrée à rembourser des emprunts bancaires. Le

volume de *business-deposits* sera donc déterminé par les coûts de production.

Un changement de niveau de prix né du 2^e terme pousse le 1^{er} terme à varier de même : avec le développement de cette tendance, une hausse de prix donnée exigera une encaisse bien plus forte que lorsque la hausse n'est due qu'au seul accroissement du 2^e terme. D'une part le fait qu'un changement de prix dû au 1^{er} terme de l'Equation implique un changement plus grand des facteurs monétaires que ce n'est le cas pour un changement d'égale importance dû au 2^e terme, d'autre part cette remarque qu'une fluctuation commence généralement par le 2^e terme puis s'étend au 1^{er}, contribuent à expliquer que certains types de variations de prix tendent à se détruire à mesure qu'ils s'effectuent et produisent une réaction opposée.

CHAPITRE IV

Les conditions d'équilibre (1).

Les Equations enseignent donc essentiellement que le pouvoir d'achat de la monnaie (ou bien, si l'on préfère, le niveau général des prix) ne déviara de l'équilibre que si I (dépense monétaire totale dans la production de nouveaux biens de capital) ou I' (leur coût de production) est différent de S (valeur monétaire des épargnes).

§ 1. — La condition « profits nuls ».

Cette condition est indispensable à l'équilibre, car si Q_1 ou Q_2 ne sont pas nuls, une classe d'entrepreneurs sera stimulée à développer sa production. De même pour Q , car les entrepreneurs seront poussés par les profits à augmenter l'emploi total offert aux facteurs à un taux de rémunération donné, ce qui aura pour résultat de déséquilibrer W et par suite P .

Les banquiers ont le pouvoir de transformer en investissements un montant de monnaie plus ou moins grand que la part des épargnes qui n'est pas directement investie mais convertie en dépôts bancaires. Pour maintenir l'équilibre du pouvoir d'achat de la monnaie, le système bancaire doit donc régler son taux de façon que l'investissement égale l'épargne et que le *coût* du nouvel investissement lui soit aussi égal (sinon les producteurs de biens de consommation tenteraient de modifier l'échelle de leurs opérations). En ce cas, pouvoir d'achat de la monnaie et niveau de prix de la production correspondront au taux monétaire des salaires effectifs des facteurs de production : $P = \pi = W$.

Ainsi la norme d'équilibre à longue période du pouvoir d'achat de la monnaie est donnée par le taux monétaire des salaires effectifs des facteurs, tandis que le pouvoir d'achat réel oscille au-dessus ou au-dessous de ce niveau d'équilibre suivant que le coût

(1) Cf. *Treatise*, ch. XI.

de l'investissement courant est inférieur ou supérieur aux épargnes.

D'après M. Keynes, *Treatise on money* a pour objet principal de montrer comment cette idée peut fournir une explication des fluctuations du niveau de prix, qu'elles résultent d'une oscillation autour d'un équilibre constant ou d'une transition d'un équilibre à l'autre.

Par l'échelle de ses prêts, leurs termes, le système bancaire peut, au moins en gros, déterminer le taux d'investissement, tandis que le taux d'épargne résulte des décisions individuelles sur l'épargne et la consommation. L'attitude du système bancaire provoque donc les mouvements des prix, à moins de changement spontané du taux des salaires effectifs.

De la disparité entre l'épargne et l'investissement naît un déséquilibre dans le taux des profits (nous en verrons plus loin la réaction).

§ 2. — *Le taux d'intérêt ou taux bancaire.*

L'attrait de l'investissement dépend du rapport entre le revenu qu'espère en tirer l'entrepreneur et le taux qu'il doit payer pour l'argent qu'il emprunte : si le taux d'intérêt s'élève, P' diminue donc, avec le nouvel investissement, et d'autre part le taux d'épargne en sera stimulé. Accroître le taux d'intérêt a donc pour effet de modifier le second terme de l'équation dans le sens de la négative, de tendre ainsi à provoquer une chute des niveaux de prix.

M. Keynes invoque alors Wicksell pour définir comme « taux naturel » le taux qui égaliserait à tout moment l'épargne et la valeur de l'investissement. Ce taux aurait donc pour effet d'annuler le second terme de la seconde équation ; π en ce cas correspond exactement au taux monétaire des salaires effectifs des facteurs.

Lorsque le taux d'intérêt dominant sur le marché s'écarte de ce taux naturel, le 2^e terme de l'Equation tend à troubler le niveau de prix.

§ 3. — *Inflation ou déflation.*

M. Keynes utilise ses Equations Fondamentales pour en tirer de nouvelles définitions.

C'est ainsi qu'un changement du 1^{er} terme porte le nom d'*Income inflation* (ou *income deflation*, suivant qu'il s'agit d'un

accroissement ou d'une diminution) et constitue un changement de W .

Un changement du 2^e terme est appelé *Profit inflation* (ou *profit deflation* suivant le cas) et résulte d'un changement de Q . A son tour il se divise en deux éléments distincts :

Une *commodity inflation* (ou *commodity deflation*) constitue une variation de prix des biens de consommation liquides.

Tandis qu'une *Capital inflation* (ou *capital deflation*) est une variation des biens de production par rapport à leur coût.

Les changements de π sont donc assurés par la somme *income inflation* + *profit inflation* ; ceux de P par la somme *income inflation* + *commodity inflation*.

La *capital inflation* (ou *capital deflation*) n'affecte pas par elle-même le pouvoir d'achat de la monnaie puisqu'elle n'affecte pas I' , mais tôt ou tard elle fera sentir son influence sur la production des biens de production, provoquant ainsi une *commodity inflation* (ou *commodity deflation*).

§ 4. — Direction d'un changement.

Les Equations dégagent ce caractère essentiel des profits, que leur nullité est souvent la condition de l'équilibre du pouvoir d'achat de la monnaie.

Il n'y a pas d'occasion plus importante de variation des taux des salaires réels que l'action des entrepreneurs qui modifient leurs offres d'emploi, par espoir de profits ou crainte de pertes.

De même lorsque la Banque Centrale désire modifier le niveau des revenus monétaires et, par là, la quantité de monnaie nécessaire à la circulation, elle ne peut agir que par les termes de prêt, affectant ainsi l'attrait de la production des biens de capital. Le taux d'investissement est alors troublé relativement au taux d'épargne, les profits renversés dans la production de biens de consommation. Il en résulte finalement une modification du volume des offres d'emploi aux facteurs de production, et un changement du niveau des revenus monétaires.

La condition de l'équilibre sur le marché revient donc à ceci :

Egalité de l'épargne et de la valeur de l'investissement ;

Egalité du taux du marché et du taux naturel.

Si le système bancaire règle convenablement ses prêts, les profits totaux seront nuls, le niveau de prix en équilibre. On peut admettre toutefois que sur de courtes périodes, où le taux natu-

rel peut varier considérablement, le système bancaire ne peut toujours suivre ce criterium.

§ 5. — *Les entrepreneurs et leur attitude.*

Dans la mesure où le processus de production implique une certaine durée et dans la mesure où, au début de la période de production les entrepreneurs peuvent se livrer à des prévisions sur la relation épargne-investissement et son effet sur la demande à la fin de la période, ils se régleront plutôt sur le profit espéré que sur le profit actuel pour fixer l'échelle de leurs opérations. Le profit à venir est donc l'agent essentiel du changement, et c'est par ces anticipations que les banquiers peuvent influencer les prix.

De plus, même si au début elles n'étaient pas fondées, les anticipations généralisées tendront à se réaliser (au moins sur une courte période). C'est ainsi qu'une activité réduite des entrepreneurs restreindra le capital de travail et par là l'investissement.

Prévoir juste est difficile. Les entrepreneurs se fondent surtout sur leur expérience courante, à laquelle s'ajoutent de larges généralisations sur les conséquences probables des changements du taux, de l'offre de crédit, du commerce extérieur. Les prévisions inexactes ne résistent pas longtemps à l'expérience.

Un entrepreneur pessimiste peut réduire sa production ou ses coûts. Si tous adoptent de telles décisions, elles ne les soulageront pas — sauf, indirectement, en réduisant l'épargne ou en amenant le système bancaire à délivrer moins rigoureusement le crédit et à accroître l'investissement. Mais, plutôt, ces mesures aggraveront les pertes en diminuant le coût d'investissement. Toutefois si une classe d'entrepreneurs adopte de telles mesures plus rigoureusement qu'une autre, elle sera relativement soulagée.

§ 6. — *La condition de l'équilibre sur le marché extérieur.*

M. Keynes, en appliquant ses équations, dégage une nouvelle condition d'équilibre.

Soit L la « balance de prêt », B la « balance commerciale », G les exportations d'or. Si l'épargne conservée à l'intérieur du pays.

$S_1 = S - L$, dans la mesure où L n'est pas financée par des exportations d'or.

Soit I_i l'investissement intérieur : $I_i = I - B$.

Soit Ii' le coût de l'investissement intérieur :

$$L = B + G \quad Ii' = Ii - Q_2. \quad S_I = S - L + G \quad Ii = I - B.$$

$$\text{d'où : } I - S = Ii - S_I.$$

$$\text{et puisque } Ii - Ii' = Q_2 = I - I'$$

$$I' - S = Ii' - S_I$$

Donc pour que le niveau de prix de la production reste à sa position d'équilibre, il faut que le volume d'épargne intérieure égale le volume de l'investissement intérieur. Pour l'équilibre du pouvoir d'achat de la monnaie, il faut que le volume d'épargne intérieure soit égal au coût de l'investissement intérieur (au coût « ajusté », c'est-à-dire au coût réel diminué du profit réalisé sur la balance commerciale).

De plus, pour l'équilibre externe, il faut que G (mouvements d'or) soit nul, c'est-à-dire que L soit égal à B .

Trois conditions pour l'équilibre général :

$$Ii = S_I \quad Ii = Ii' \quad L = B$$

De ces équations M. Keynes tire quelques conclusions :

— La balance extérieure dépend toujours des niveaux de prix relatifs intérieur et extérieur des biens et des services qui entrent dans le commerce international ; le prêt entre les différents pays dépend de même des taux relatifs. Il n'y a pas de lien direct et automatique entre ces deux éléments, ni de Banque Centrale capable de modifier directement les niveaux de prix relatifs.

— Dans un pays doué d'un système monétaire reposant sur un étalon international, le premier soin de la Banque d'émission doit être de préserver l'équilibre externe, auquel s'adaptera la situation intérieure, pour préserver la parité de la circulation nationale avec le standard international.

On voit varier grandement le degré auquel un pays peut dominer la situation internationale (c'est-à-dire obliger la situation d'équilibre externe à s'adapter à ses propres conditions intérieures —) et la durée pendant laquelle il peut ne point se soucier de l'équilibre extérieur.

Le manque d'harmonie qui peut naître entre les deux équilibres dépend de l'importance des prêts que le pays a consentis à l'étranger par rapport à son épargne totale, de la sensibilité de la « balance de prêt » aux changements relatifs des taux intérieur

et extérieur, enfin de la sensibilité de la « balance commerciale » aux variations relatives des niveaux de prix. Si cette sensibilité générale est très grande, les deux équilibres resteront aisément en harmonie, et la durée pendant laquelle ils pourront cesser de l'être dépend de la facilité avec laquelle s'adapteront les coûts monétaires intérieurs de la production.

Depuis la guerre l'équilibre interne est passé au premier plan, sans que l'on se rende compte que les deux équilibres sont parfaitement compatibles.

§ 7. — *Changements des niveaux de prix dus à des changements « spontanés » des salaires.*

Les taux monétaires de salaires ne sont pas uniformément fixes par rapport au produit du travail rémunéré, ou à l'effort, mais variables.

Des profits, ou des pertes, n'apparaîtront pas du seul fait que le taux moyen des salaires a varié : si la banque n'essaie pas de contrecarrer cette adaptation, les recettes des entrepreneurs, par changement proportionnel du niveau de vie, varieront comme leurs dépenses. Mais si ces changements « spontanés » nécessitent une offre de monnaie incompatible avec les traditions, ou simplement les possibilités, de l'autorité bancaire, celle-ci pour renverser la situation, faute de pouvoir s'y plier, devra rompre l'équilibre épargne-investissement pour forcer les entrepreneurs à modifier leurs offres d'emploi.

M. Keynes distingue entre changements « spontanés » des taux de salaires effectifs et changements « induits » par l'existence de profits : les seconds sont les plus importants sur une courte période.

Mieux vaut, d'après M. Keynes, éviter autant que possible la nécessité de changements « induits » des salaires, que de tenter de stabiliser le niveau de prix, pourvu que le taux de changement du niveau de prix reste toujours contenu dans d'étroites limites. Le pire système est celui où le système bancaire ne peut corriger les divergences périodiques entre l'investissement et l'épargne, où de plus les changements « spontanés » des salaires tendent vers le haut, à l'inverse des changements monétaires (dus à la pénurie d'or relative) qui tendent vers le bas : si bien que, même en dehors des fluctuations nées du côté de l'investissement, il y a nécessité chronique de changements « induits » suffisants non seulement à contrecarrer les changements spontanés mais même à les inverser.

CHAPITRE V

La distinction de l'investissement et de l'épargne (1).

§ 1. — *Épargne et investissement.*

L'épargne, calculée en unités monétaires, est l'acte négatif par lequel un consommateur s'abstient de consommer la totalité de son revenu courant.

L'investissement, calculé en unités de biens : l'acte de l'entrepreneur qui a pour effet de déterminer le montant de production non utilisable (au sens du chapitre I, § 2), — acte positif qui consiste dans la mise en marche de nouveaux procès de production, ou dans le maintien de procès déjà existants, ou dans le fait de retenir des biens liquides. Sa mesure, c'est l'addition nette à la richesse, qu'elle prenne la forme de capital fixe, de capital de travail ou de capital liquide.

Si avec M. Keynes nous excluons du revenu, et par conséquent de l'épargne, les profits et pertes, il n'y aura pas forcément égalité entre les montants de l'investissement et de l'épargne.

En effet, si l'on suppose, pour simplifier, que les biens thésaurisés ne varient pas, le montant de la consommation sera égal au montant de la production utilisable, mais la proportion de la production totale qui a pris la forme utilisable a été déterminée par le montant d'investissement. Si celui-ci est positif, la consommation est inférieure à la production sans que cette différence ait aucun rapport avec le volume d'épargne, et inversement si l'investissement est négatif. La variation du capital dépend donc de l'investissement, non de l'épargne.

D'autre part on peut épargner sans qu'il y ait un investissement correspondant. Toute épargne tend à diminuer les prix des biens de consommation, à augmenter par là le pouvoir d'achat des revenus monétaires ; si cette augmentation du pouvoir d'achat est

(1) Pour plus de détails se référer à *Treatise*, ch. XII, § 1, 2 4.

à son tour épargnée, la part de revenu consacrée à la dépense verra s'accroître encore son pouvoir d'achat. Les producteurs de biens de consommation s'appauvrissent à mesure d'un égal montant. La richesse totale n'est pas accrue, mais il s'opère un transfert de consommation des épargnants à l'ensemble des consommateurs, un transfert de richesse des producteurs aux épargnants : suivant l'expression de Ricardo, l'épargne est « avortée ».

Par contre si un investissement est venu correspondre à l'épargne, l'équilibre entre les dépenses de consommation et la production utilisable reste stable au niveau de prix existant. Tantôt l'investissement prend la forme d'une augmentation de capital fixe ou de capital de travail sans s'accompagner d'un accroissement d'emploi, en ce cas s'il est balancé par une épargne égale, la production de biens utilisables est réduite exactement au même degré que la dépense de consommation par l'épargne ; au contraire, il arrive qu'il prenne la forme d'un accroissement de capital de travail avec un volume d'emploi et des salaires accrus, la réduction des dépenses de consommation compense exactement (s'il est balancé par une épargne égale) le salaire plus grand des facteurs de production. Mais, au contraire, que l'investissement excède l'épargne, la dépense de consommation s'accroîtra par rapport à la production utilisable, les prix des biens de consommation s'élèvent, et l'abstention involontaire de leurs acheteurs permettra seule l'investissement en excès de l'épargne — ce que M. Robertson désigne par *automatic lacking* (1).

Tandis que d'après M. Hayek l'épargne volontaire trouve toujours sa voie en investissement, parce qu'un développement de l'épargne signifie accroissement net du pouvoir d'achat consacré aux biens d'investissement, M. Keynes prétend que l'épargne et l'investissement peuvent diverger, même si la quantité de monnaie effective reste invariable, du seul fait que le public change son taux d'épargne, ou les entrepreneurs leur taux d'investissement. Ceux qui décident de la proportion du flot de la production future qui prendra une forme directement utilisable ne sont pas les mêmes que ceux qui décident du volume de l'épargne : il surgira alors une différence entre l'accroissement net de la richesse en capital et la somme des *cash-savings* individuels (proportion des *cash-incomes* que l'on s'est abstenu de consommer), différence qui constituera les profits (ou les pertes).

(1) Cf. l'appendice à cette seconde partie, consacré à M. Robertson.

Il est donc essentiel de noter que, d'après M. Keynes, un acte d'épargne individuel pourra se résoudre en investissement accru, ou en une augmentation de la consommation du reste de la communauté, — et non forcément en un accroissement correspondant du stock des biens de capital.

§ 2. — *Une illustration : la plantation de bananes.*

Soit un groupe qui consacre son activité à une plantation de bananes, et qui constitue un système économique clos. Le revenu monétaire qu'il épargne est égal au coût de production du nouvel investissement ayant pour but le développement de la plantation. Le prix de vente des bananes est égal à leur coût de production (y compris la rémunération normale des entrepreneurs). Considérons de plus que ce fruit est périssable.

M. Keynes suppose que se développe une campagne d'économies, sans que, pour une raison quelconque, les plantations s'agrandissent au même degré. Le revenu consacré à l'achat des bananes diminue et entraîne donc une chute proportionnelle des prix : le public épargne sans se priver du fait de la hausse de son pouvoir d'achat mais les producteurs en perte cherchent à réduire le coût de leur production. Ils restreignent l'emploi de facteurs de production, ou diminuent les salaires : de toute façon leurs efforts pour échapper à ces pertes diminuent encore le pouvoir d'achat et entraînent une chute parallèle des prix. Il n'y aura d'équilibre stable que lorsque la production sera abandonnée, ou la campagne d'économies arrêtée, ou l'investissement stimulé.

§ 3. — *Développement de la théorie de M. Keynes.*

On peut donc distinguer deux éléments dans le niveau de prix de la production : le niveau de prix des biens qui vont à la consommation, le niveau de prix des biens qui s'ajoutent au stock de capital. En état d'équilibre, ce qui détermine ces deux niveaux de prix, c'est le coût de production, exprimé en monnaie.

Le niveau de prix des biens de consommation ne sera égal à leur coût que si la proportion du revenu dépensée en consommation est la même que la proportion de la production de biens de consommation par rapport à la production totale. Il sera donc supérieur au coût si le volume des épargnes est inférieur au coût de production du nouvel investissement, la différence se résolvant en un profit pour les producteurs de biens de consommation, et inversement.

Le niveau de prix du nouvel investissement dépend du niveau de prix de sa production future d'après les prévisions, et du taux d'intérêt auquel on peut escompter dans le présent cette production future. Le profit ou la perte dépendront en définitive de la confirmation des espoirs du marché, et non du profit ou de la perte survenus dans les industries des biens de consommation. Néanmoins les mouvements de prix de ces deux types sont liés, et généralement de même sens : si les producteurs de biens d'investissement bénéficient d'un profit, ils s'efforceront d'accroître leur production, il en résultera une hausse des biens de consommation (à moins que l'épargne ne suive un mouvement de hausse parallèle). Toutefois on peut envisager des variations opposées des deux niveaux de prix : s'il y a des profits dans les industries de biens de consommation, des pertes dans celles d'investissement, les premières tendront à se développer aux dépens des secondes et les prix des biens de consommation s'affaîsseront (à moins que l'épargne ne diminue d'autant). Mais M. Keynes juge les mouvements de même sens plus fréquents, et y borne son étude.

Lorsque l'ensemble des producteurs bénéficie de profits, chacun d'eux tente de développer sa production en augmentant l'emploi qu'il offre aux facteurs de production. La concurrence accroît le coût total de l'investissement, et, au moins au début, les prix poursuivent leur marche ascendante de concert avec les profits.

Mais pour que les producteurs qui le désirent puissent produire à ces coûts plus élevés et accroître leur production non utilisable, ils doivent disposer de ressources financières abondantes, et l'on discerne alors l'importance du niveau du taux d'intérêt qui en commande le coût. Mais le taux dépend de l'emploi que fait le public de ses épargnes : les consacre-t-il à la détention de *savings deposits* ou à l'achat de valeurs ?

Quoi que fasse le public, quel que soit le désir d'accroître la production non utilisable, le système bancaire est un facteur d'équilibre : contrôlant le prix et la quantité du crédit bancaire, il contrôle par là même la dépense totale consacrée à la production.

La chaîne causale est donc la suivante :

- Conduite du système bancaire.
- Coût d'investissement (d'après le pouvoir d'achat de la monnaie) et valeur d'investissement (d'après le niveau de prix de la production totale),

— Apparition de profits ou de pertes.

— Taux de rémunération qu'offrent les entrepreneurs aux facteurs de production.

Le niveau de prix de l'ensemble de la production oscille donc au-dessus ou au-dessous du taux des salaires effectifs suivant que le système bancaire permet que la *valeur* de l'investissement dépasse ou tombe au-dessous du volume des épargnes. Et le pouvoir d'achat de la monnaie oscille de même autour du taux des salaires effectifs suivant que, par suite de la politique du système bancaire, le *coût* de l'investissement dépasse ou non le volume des épargnes.

Si le système bancaire n'est pas le seul facteur en cause, il peut du moins, dans la mesure où il agit avec intention, intervenir comme facteur d'équilibre sur le résultat final.

S'il s'efforce de contrôler les conditions de crédit pour que les épargnes soient égales à la valeur du nouvel investissement, le niveau de prix moyen de la production totale sera stable et correspondra au taux moyen de rémunération des facteurs de production. Si le crédit est accordé trop libéralement, les prix s'élèvent, des profits apparaissent et les entrepreneurs se concurrencent pour disposer des facteurs de production, leur taux de rémunération s'élevant par suite de cette concurrence. Et les phénomènes inverses se produisent lorsque le système bancaire restreint à l'excès le crédit. Booms et crises expriment l'oscillation des conditions de crédit autour de l'équilibre.

Lorsqu'on quitte le cas d'un système économique clos pour le système international, la nécessité de préserver d'abord l'équilibre externe peut obliger le système bancaire à des conditions de crédit qui ne satisfont pas à l'équilibre national : pour l'harmonie des deux équilibres, il importe que le taux monétaire des salaires effectifs des facteurs soit mobile au même degré que les termes de crédit.

CHAPITRE VI

L'action du taux bancaire et ses moyens (1).

Durant tout le XIX^e siècle, rappelle M. Keynes, le taux bancaire parut seulement un moyen de régler la quantité de monnaie bancaire, conception qui découlait directement de la théorie quantitative. Puis on y vit un instrument permettant de protéger les réserves d'or d'un pays en agissant sur le taux de prêt à l'étranger. Enfin on en vint à considérer qu'il était susceptible d'influencer le taux d'investissement, ou tout au moins de certains investissements : Wicksell et M. Cassel notamment croient qu'il peut modifier le taux d'investissement par rapport au taux d'épargne et jouer le rôle de « facteur de capitalisation » (Ellis) (2).

Invoquant la théorie de Wicksell (à qui il reproche toutefois de n'avoir pu distinguer clairement entre la chute des prix et la chute des coûts lorsque s'élève relativement le taux bancaire), M. Keynes définit le taux naturel comme le taux qui égalise à tout moment l'épargne et l'investissement, compte tenu de la psychologie des entrepreneurs et de leurs erreurs possibles, mais en négligeant la permanence ou les fluctuations du taux d'investissement dominant sur le marché, et il précise qu'il s'agit là plutôt d'un « taux naturel à court terme ».

Quant au taux bancaire, c'est le taux effectif à court terme, en dehors du taux officiel. Le *bond rate*, c'est le taux à plus long terme, et le « taux du marché » l'ensemble de ces deux taux.

§ I. — La théorie générale du taux bancaire.

Le taux bancaire, constate M. Keynes, n'affecte les niveaux de prix qu'indirectement, par son action sur les facteurs de l'Equation : il agit d'abord sur le second terme, en troublant ou au con-

(1) Cd. *Treatise*, ch. XIII.

(2) Cf. Ellis : *German monetary theory*, ch. XVII, § 2.

traire en équilibrant la balance de l'investissement et de l'épargne, puis sur le premier terme avec un effet secondaire sur d'autres éléments de l'Equation (tels que quantité de monnaie bancaire, vitesse de circulation des deux catégories de monnaie, volume de *savings deposits*), à moins toutefois que le taux naturel ne varie au même degré (1).

L'action du taux bancaire est double :

— Il agit sur l'épargne : l'effet de la hausse du taux est alors direct, primaire (et inversement).

— Il agit sur l'investissement, mais suivant un processus plus compliqué. Un entrepreneur ne réduira sa production de biens de capital que si les prix tombent par rapport aux coûts, ou si la demande s'effondre au prix pratiqué sur le marché. Ce prix dépend du rapport net que l'on attend du capital fixe d'une part, de l'autre du taux auquel ce rapport futur est capitalisé (2). Il y a un lien immédiat et direct entre le taux bancaire (et en particulier le *bond rate* affecté par le taux bancaire) et le taux de capitalisation de ce revenu monétaire futur.

Le rapport n'aura pas en général une grande importance quantitative, sauf si le *bond rate* est sensible aux changements du taux bancaire (et M. Keynes note, sans y insister encore, que ce sera le cas bien plus souvent qu'on ne pourrait s'y attendre), mais ce rapport mettra obstacle à la production de ces biens à moins que l'effondrement de leur offre à venir n'élève leur rapport monétaire suffisamment pour compenser la hausse du taux : la conséquence initiale, en tout cas, sera une chute de prix des biens de production donc de P' . D'autre part, si l'on se borne à la variation de valeur des biens de production par suite du changement de taux, on risque de sous-estimer l'effet exercé sur la demande de nouveaux biens de production : mieux que la consommation, l'investissement peut s'ajourner ou s'anticiper si le marché juge anormal et par conséquent temporaire le changement du taux bancaire, ce qui aura pour effet de modifier le taux d'investissement bien plus qu'un changement permanent. De plus, nouvelle influence qui joue dans le même sens, les émissions de valeurs sont ralenties pour protéger les

(1) Le trait caractéristique de la conception de M. Keynes, quant à la déviation qui peut surgir entre le taux à court terme et le taux naturel, est qu'il insiste sur le fait que cette déviation peut se produire indépendamment d'un changement de la quantité de monnaie effective.

(2) Cf. le chapitre précédent, § 3.

cours des émissions précédentes, si bien que les cotations ne fournissent pas toujours un excellent indice de la facilité de l'investissement. Les variations du taux bancaire peuvent être calculées, dans les conditions réelles du marché du capital, pour un effet donné sur le taux auquel les producteurs de biens de production pourront trouver des acheteurs à un prix satisfaisant —, même si l'on croit le changement temporaire, à plus forte raison si on l'estime durable. Ceci à moins que, pour d'autres raisons, le rapport que l'on attend du capital fixe ne s'élève simultanément et ne compense la hausse du taux du marché ?

En général une hausse du taux bancaire aura pour effets directs et primaires une chute de prix du capital fixe et un accroissement d'épargne.

Ses effets secondaires seront la chute de production du capital fixe, puisque ses producteurs devant la baisse de prix ne peuvent plus vendre de façon aussi rémunératrice que par le passé. En même temps l'accroissement d'épargne diminue le revenu consacré aux biens de consommation liquides, donc P .

Il n'en sera autrement que si la hausse du taux bancaire coïncide avec une réduction de l'épargne, c'est-à-dire avec un changement égal et simultané du taux naturel. La variation de prix des biens d'investissement sera égale et de sens contraire à la variation de prix des biens de consommation liquides (par suite de la réduction d'épargne), et le niveau de prix de la production totale inchangé : la modification du caractère de la production, d'une catégorie à l'autre, s'effectuera sous la pression d'un double stimulant, puis P et P' reviendront à leurs équilibres antérieurs sans que soit troublé le niveau moyen des salaires (même si les salaires relatifs ont subi des renversements temporaires). Le processus est le même que lorsque les changements des conditions relatives de la demande et de l'offre nécessitent une modification du caractère de la production.

Mais si la variation du taux du marché n'est pas exactement accompagnée d'un changement du taux naturel, la hausse du taux bancaire engendre des effets « tertiaires » : le déclin d'investissement s'ajoute à l'épargne accrue pour diminuer P (puisque d'après l'Equation les revenus des producteurs de biens d'investissement diminuent, donc leur part utilisable à la consommation) ; à ce stade du processus P et P' tombent l'un et l'autre, tous les entrepreneurs subissent des pertes, l'emploi offert diminue, le chômage augmente, de plus le taux naturel s'abaisse à son tour en raison du

pessimisme général et tend ainsi à élargir la divergence des taux. Les taux de salaires finiront par s'abaisser, et avec leur chute tout le processus touche à son terme. Finalement on peut distinguer trois facteurs qui tendront à dénouer la situation sur le plan monétaire et à permettre un renversement du taux bancaire :

— Le déclin de production qu'entraîne le chômage réduit les besoins de la « circulation industrielle », la chute des prix améliore la balance commerciale (avantage illusoire qui n'est utile qu'à la transition). Le chômage s'étendra tant que les entrepreneurs accepteront les pertes sans tenter de réduire les coûts, tant que l'on aura recours à l'expédient de réduire la production et l'emploi pour se soulager de la pression qui pèse sur l'offre de monnaie.

— La réduction du taux des salaires effectifs rétablira l'équilibre réel.

— Si l'accroissement initial du taux bancaire constitue également une hausse relative du taux intérieur par rapport aux taux extérieurs, la réduction du prêt à l'étranger renforce l'encaisse d'or (mais ce 3^e facteur également est par lui-même insuffisant).

Ainsi M. Keynes s'efforce de mettre en lumière la confusion nuisible qui règne entre la réduction de prix qui naît des pertes (*profit deflation*) et celle que provoque la diminution des coûts (*income deflation*) (1).

§ 2. — Quelques aspects spéciaux du taux bancaire.

— Le changement des autres facteurs peut parfois impliquer une certaine instabilité, à moins que le taux bancaire ne se modifie tout d'abord. C'est ainsi que lorsqu'une chute du taux est nécessaire pour stimuler l'investissement en compensation d'un

(1) En résumé :

— les changements du taux bancaire qui séparent le taux du marché du taux naturel ont un effet direct sur les profits des producteurs de biens de capital et sur leur taux de production, et aussi un effet direct, moins significatif, sur le niveau de prix des biens de consommation, dans la mesure où ils affectent le taux d'épargne ;

— cette variation de P' renverse la balance entre l'investissement et l'épargne et P bougera dans la même direction que P' : les profits sur les biens de consommation varieront avec les profits réalisés sur les biens de production ;

— le changement du taux moyen des profits modifiera le volume d'emploi offert au taux de salaires en vigueur ;

— ainsi naîtra une tendance à la variation des salaires dans la même direction que P et P' et dans la direction opposée au taux bancaire.

accroissement d'épargne, s'il s'agit de développer la production de capital fixe, cette chute devra précéder l'accroissement d'épargne d'un intervalle de temps qui dépend de la longueur du procès de production. Il faut de plus que le monde des affaires comprenne le but de ce changement de taux, pour que la production de biens de consommation se restreigne de façon correspondante (puisque leur demande doit s'effondrer quand s'accroîtra l'épargne). En pratique on ne pourra éviter des fluctuations.

— Si le Standard de Valeur a varié, pour modifier le taux des salaires, il faut agir par le moyen du taux bancaire, en provoquant un déséquilibre temporaire entre l'investissement et l'épargne, et par là en exerçant, par profits ou pertes, une pression sur les entrepreneurs.

Si c'est un changement quasi permanent du pouvoir d'achat de la monnaie (c'est-à-dire des salaires monétaires) qui est nécessaire, la même méthode sera efficace, mais par l'intermédiaire du taux du marché.

— Souvent règne une certaine confusion sur la façon dont la libéralité du crédit peut affecter les différentes classes d'entrepreneurs. Réduire les coûts de façon absolument générale aboutirait à diminuer d'autant les revenus totaux des consommateurs et ne stimulerait donc pas n'importe quel entrepreneur.

Le crédit accordé plus libéralement peut provoquer des prévisions erronées, mais, ceci excepté, il a pour effet de produire un changement de certaines formes de production vers d'autres formes, où l'intérêt est un coût relativement plus important, — changement qui dépend partiellement de la durée du procès de production et ne coïncide même pas entièrement avec la distinction des biens de consommation et de production. Une chute du taux stimule la production de biens de capital, mais par accroissement du prix auquel est demandée la production, et non par réduction du coût.

Il peut arriver que le stimulant au nouvel investissement qui résulte de la chute du taux bancaire affecte d'abord la « circulation financière », élève ainsi le niveau de prix des investissements déjà existants : c'est seulement dans la mesure où ils sont capables de reproduction que s'élèveront les prix des nouveaux biens de production.

Une variation du taux bancaire peut avoir pour effet d'engendrer une variation opposée du taux naturel, en modifiant les prévisions de prix. Si le taux bancaire s'abaisse, l'attente de la

hausse augmente l'attrait de l'investissement (en termes monétaires) : ceci est une nouvelle raison d'attendre que l'investissement soit stimulé, mais la hausse sera sans doute suivie d'une réaction, à la différence d'une variation spontanée du taux naturel.

Supposons des prêts effectués en monnaie d'après les principes du marché parfait. Taux bancaire et *bond rate* déterminent seuls le volume d'investissement, d'après la demande des emprunteurs. Mais, au moins pour le taux bancaire, le prêt ne suit pas étroitement ces principes. Il existe toujours une « frange » d'emprunteurs qui n'obtiennent pas satisfaction, de sorte qu'il suffira aux banques de modifier le volume de leurs prêts pour influencer le volume d'investissement, sans changer nécessairement le taux bancaire. Cette remarque revêt une grande importance pratique, mais pour simplifier, M. Keynes l'élimine par l'hypothèse que le système bancaire n'agit qu'en modifiant ses termes de prêt.

§ 3. — *La fonction du taux bancaire par rapport à l'équilibre externe.*

Il arrive que les banques se servent du taux bancaire pour assurer les deux équilibres, car l'expérience montre qu'il influence le mouvement de l'or par rapport aux réserves : l'élever accroît B-L et inversement.

Mais pour assurer l'équilibre $B = L$ on risque de troubler tout d'abord $I = S$: après une période de transition le taux bancaire peut atteindre un niveau capable d'assurer les deux équilibres.

Son extraordinaire efficacité provient de ce qu'il agit tout ensemble sur L et sur B : il engendre à la fois une réaction rapide et peu durable, et une autre lente mais conduisant à un nouvel équilibre stable. Ainsi il constitue un expédient et en même temps une solution.

Elever le taux bancaire diminue L sans accroître directement B. D'autre part cette hausse du taux diminue l'investissement intérieur, par là l'investissement total (intérieur et extérieur) devient inférieur à l'épargne et le processus déjà analysé se développe, avec pour terme la chute des salaires : la réduction du coût monétaire de production accroît B. Ainsi L et B tendent à se rapprocher jusqu'à un nouvel équilibre. L'action sur L est rapide mais il serait dangereux de relâcher le taux avant que son action plus lente sur B se soit produite.

Puisque B varie en sens inverse de P, et P en sens inverse de L-B, L en sens inverse du taux bancaire —, pour chaque valeur du taux il y a une valeur de P telle que $B = L$. De même S variant dans le sens du taux, I en sens inverse, il y a toujours une valeur du taux où $I = S$. Donc il y a toujours une paire de valeurs de P et du taux bancaire où les deux conditions d'équilibre sont remplies.

§ 4. — *Le rapport entre le taux bancaire et la quantité de monnaie.*

Sur un marché de prêt libre, un niveau du taux bancaire, pris en conjonction avec les autres facteurs, ne sera effectif que s'il correspond à une quantité donnée de monnaie bancaire, variant avec lui. Mais il n'existe aucune relation simple et invariable entre les effets de la variation du taux sur le niveau de prix et sur la quantité de monnaie bancaire. Le volume de monnaie bancaire dépend du volume de production, du taux de salaires, des profits, des vitesses de circulation des divers dépôts bancaires, des besoins de la circulation financière : tous ces éléments subissent bien l'effet du changement de taux, et à travers eux le niveau de prix, mais cet effet ne se fera pas sentir sur tous ces éléments au même degré, au même moment, ni au même degré à chaque étape d'une transition. Aussi ne peut-on dire qu'une variation du taux bancaire change les niveaux de prix parce qu'elle s'associe à des changements de volume de la monnaie bancaire et il faut surtout éviter de suggérer que ces niveaux de prix se modifieront dans une proportion semblable à celle de la quantité de monnaie bancaire.

Et M. Keynes, à l'appui de sa thèse, présente un certain nombre de remarques sur différents cas :

a) Une hausse de prix qui résulte d'une hausse des salaires nécessite une plus grande quantité de monnaie bancaire qu'une hausse provenant de l'apparition de profits : ce n'est pas le changement en lui-même du taux bancaire qui s'associe au changement de quantité de monnaie bancaire, mais sa variation par rapport au taux naturel.

b) Si le taux naturel se modifie, le même taux bancaire devra s'associer, pour avoir son plein effet, à une quantité de monnaie changée : non ce taux en lui-même mais sa relation avec le taux naturel.

c) Si cette divergence avec le taux naturel résulte d'une variation

de l'épargne, il n'est pas nécessaire que la production change dans son volume ou son caractère, la quantité de monnaie n'aura à se modifier que faiblement. Mais si, comme c'est le cas en général, la production et l'emploi changent, la quantité de monnaie bancaire devra varier beaucoup plus, à peu près en proportion du changement des coûts totaux.

d) Un changement du taux bancaire peut modifier les vitesses de circulation en faisant varier le sacrifice qu'implique le souci d'une encaisse.

e) Le taux bancaire peut affecter de deux façons la circulation financière : quand il influence sensiblement le taux sur *savings-deposits*, leur volume tend parfois à bouger de la même façon — surtout par son effet sur la position baissière, car un boom d'investissement s'associe probablement à des besoins réduits de la « circulation financière » aux premiers étages, accrus aux derniers. Ainsi le taux bancaire affecte la « circulation financière » tantôt dans le même sens que la « circulation industrielle » tantôt dans le sens contraire.

f) Si un boom d'investissement intérieur s'associe à une violente hausse du taux naturel, le taux du marché peut s'élever tout en restant cependant inférieur au taux naturel : sa hausse absolue, si elle constitue aussi une hausse relative par rapport aux taux étrangers, peut d'abord agir davantage sur *L* que le boom sur *B*. On peut alors arriver à ce résultat paradoxal que l'or fuit la hausse intérieure.

De ces remarques il ressort que la demande de monnaie en *a* sera d'abord faible, qu'on peut parfois faire face, pour le tout ou pour partie, à la demande totale en *b* et *c*, surtout au début, par changement des vitesses de circulation en *d*, par diminution des besoins de la « circulation financière » en *e*, ou importations d'or en *f*.

Il n'y a donc pas de lien stable ou invariable entre les besoins totaux de la circulation monétaire, le niveau du taux bancaire et son influence sur l'investissement, pas plus qu'entre ces besoins et le niveau de prix.

Il existe une raison fondamentale d'insister sur les fluctuations du taux bancaire et leur influence sur le niveau du taux du marché par rapport au taux naturel. Considérons des changements associés de la quantité totale de monnaie et du niveau du taux bancaire : c'est par l'intermédiaire du second que s'engendre la modification du pouvoir d'achat de la monnaie. Il est inexact de

dire que le changement du taux bancaire affecte les prix parce qu'il nécessite, pour être effectif, une variation de la quantité de monnaie : mais c'est celle-ci qui affecte d'abord les prix, parce qu'elle implique un taux bancaire qui modifie le taux du marché relativement au taux naturel. La condition de stabilité des prix, c'est que le volume total de monnaie varie de telle sorte que le volume correspondant de prêt bancaire garde égaux la valeur du nouvel investissement et l'épargne.

CHAPITRE VII

Circulation industrielle et circulation financière (1).

§ 1. — *Distinction de l'industrie et de la finance.*

L'industrie se consacre au maintien du processus de production, à la distribution, à l'échange, et paie aux facteurs de production leurs revenus.

La finance garde, échange des titres de richesses, traite toutes les affaires autres que les opérations liées à la spécialisation de l'industrie, y compris les transactions effectuées à la Bourse et sur le marché monétaire, la spéculation, la transmission des épargnes (épargnes courantes au sens de Keynes et profits) aux entrepreneurs.

Chacune de ces deux branches utilise une certaine partie du stock monétaire total :

L'industrie emploie les *income-deposits* (dépôts qui servent à couvrir l'intervalle entre la réception du revenu et la dépense), les *business-deposits A* : ces éléments constituent la « circulation industrielle ».

La finance, les *savings-deposits*, les *business-deposits B* : « circulation financière ».

La variabilité *absolue* des *business-deposits B* n'étant qu'une faible proportion de la quantité totale de monnaie, par suite de leur grande rapidité de circulation, les changements des *savings-deposits* suffiront à nous renseigner sur la « circulation financière », tandis que ceux des *cash-deposits* (somme des *income deposits* et des *business deposits*) donneront un indice des variations de la « circulation industrielle ».

§ 2. — *Les facteurs qui déterminent le volume de la « circulation industrielle ».*

Son montant dépend à la fois du volume du revenu et de la vitesse de circulation des *income-deposits* ($M_i = \frac{E}{V_i}$). Le volume

(1) Cf. *Treatise*, livre IV, ch. xv.

du revenu dépend à son tour, partie du taux monétaire des salaires effectifs, partie du volume de production ($E = W_i \cdot O$).

Les *income-deposits* et les *business-deposits* ont des rapports constants du fait des achats de biens et des paiements de salaires et varient donc de même tant que le rapport de leurs vitesses réciproques reste constant. D'autre part, en état d'équilibre, les prix des produits non achevés (*working capital*) reflètent ceux des produits finis : les coûts, donc les prix des biens de capital fixe, se modifieront avec le taux monétaire des salaires comme les prix des autres biens. La relation entre le volume des transactions et le volume de la production sera analogue au rapport entre *income-deposits* et *business-deposits*. Pour ces raisons, la quantité de *business-deposits* nécessaire à l'échange des biens non achevés et des biens de capital fixe tendra elle aussi à varier dans la même proportion que les *income-deposits*.

Mais pour d'autres raisons les montants de *business-deposits* A et d'*income-deposits* peuvent changer différemment :

Les divers biens ont une importance relative très variable par rapport aux deux catégories de dépôts : il suffira d'un changement des prix relatifs, ou d'un changement dans le caractère de la production, pour renverser le rapport qui existe entre les deux sortes de dépôts.

L'hypothèse précédente, que le rapport de leurs vitesses reste le même, manque de fondement car les *business-deposits* ne sont pas astreints à la régularité des *income-deposits* (paiements de salaires à dates fixes) : leurs variations sont considérables durant des fluctuations à courte période. D'autre part les vitesses de circulation de ces deux sortes de dépôts peuvent diverger sur une certaine durée, par changement progressif des habitudes ou du caractère de la production.

L'apparition de profits peut affecter la circulation monétaire sans proportion avec le changement de volume des *income-deposits*. De toute façon, les besoins de la circulation monétaire seront moins influencés par un changement de prix donné que par un changement égal né d'une hausse du taux des salaires. Notamment quand les profits résultent d'une élévation du prix du capital de travail qui ne s'est pas encore communiquée aux biens de consommation (c'est-à-dire au pouvoir d'achat de la monnaie : *commodity speculation*), ces fluctuations résultent d'une vue optimiste de l'avenir : pour un temps l'ascension des prix de gros pourra être soutenue sans hausse des prix de détail — hausse spé-

culative que ne pourrait arrêter une réduction de la quantité de monnaie. Les prix élevés n'entraîneront l'augmentation du volume des *business-deposits* qu'après l'achèvement du processus. Un temps très long peut s'écouler durant lequel les mouvements des prix de gros et ceux des *business-deposits* qui concernent des transactions en capital de travail, divergeront des mouvements des *income-deposits* et des prix de détail.

Pour ces diverses raisons, les changements de volume de la « circulation industrielle » ne suivront pas exactement ceux des *income deposits*. Son montant, qu'influenceront aussi le caractère de la production, les habitudes, le sacrifice qu'implique le fait de garder des ressources sous forme de monnaie, variera en même temps que le revenu monétaire (E) donc avec le volume et le coût de la production.

§ 3. — *Les facteurs qui déterminent le volume de la « circulation financière ».*

De même lorsqu'il s'agit de la circulation financière le montant nécessaire de *business-deposits* dépend du produit du volume du commerce par la valeur moyenne des instruments négociés. Mais le premier terme de ce produit (*activité* des affaires) varie peu et est sans lien direct avec le volume de production, car la production courante de capital fixe est faible par rapport au volume des valeurs existantes, et l'activité de l'échange de celles-ci ne dépend pas du taux auquel elles s'accroissent. Sur une courte période, les cours des valeurs n'ont pas davantage de relation avec le coût ou le prix du nouveau capital fixe. En outre les cours des obligations et des actions varient en général en sens inverse et se compensent. Le fait que la variation du chiffre d'affaires financier peut être indépendante du chiffre d'affaires industriel n'a pourtant qu'une importance pratique minime, car la vitesse des *business-deposits* est si grande (en raison des clearings) que la valeur absolue des variations du volume de monnaie ne peut être très grande. La variation principale de la demande de monnaie pour des besoins financiers trouve donc son origine de façon très différente, dans le volume des *savings-deposits*.

M. Keynes distingue :

Les *savings-deposits A*, masse importante et stable que l'on conserve pour des raisons personnelles de préférence aux placements en actions ;

Les *savings-deposits B*, qui correspondent à la « position baissière », détenus par les vendeurs à découvert, par ceux qui préfèrent des avoirs liquides aux valeurs.

Lorsque la « position à la hausse » se développe, leur volume tend à décroître, à un degré qui dépend aussi de la hausse des cours : s'ils s'élèvent par trop, le volume réel de *savings-deposits* peut s'accroître. De toute façon leur volume ne peut diminuer devant une « position à la hausse » si c'est le système bancaire qui, par ses achats, engendre directement la hausse des cours, ou s'il agit en se servant des différences d'opinions qui se partagent le public (les uns sont poussés à spéculer par le crédit facile et les cours s'élèvent à un niveau où les autres préfèrent les *savings-deposits*).

Une chute anormale des *savings-deposits* qui s'accompagne d'une hausse des cours témoigne d'une préférence de l'opinion pour les valeurs ; inversement une hausse peut indiquer un partage de l'opinion sur les cours futurs des valeurs (comme aux Etats-Unis en 1929). Dans les conditions actuelles (1) il peut se faire que la position « baissière » soit bien plus forte que ne l'indiquent les *savings-deposits*, car des *investors* professionnels prêtent des fonds « à la baisse » contre des titres liquides en dehors du système bancaire.

Les fluctuations du montant de *savings-deposits B* peuvent être importantes et constituent l'élément de variation essentiel dans la demande de monnaie venue de la finance.

Le montant total de la « circulation financière » dépend donc de l'activité des transactions, mais surtout de la « position baissière », deux éléments qui se modifient rapidement.

Puisqu'un accroissement des « *savings-deposits* » que ne balance pas une variation égale des créances bancaires a pour effet de diminuer le montant de monnaie utilisable à la circulation industrielle (à moins d'action compensatrice du système bancaire), les spéculations qui entraînaient une contraction des *savings-deposits* exercent sur l'industrie le même effet qu'une expansion de l'offre de monnaie, et inversement. D'autre part, la hausse des cours des valeurs a pour effet de stimuler P' (niveau de prix du nouvel investissement) et vice versa.

M. Keynes analyse alors les différents cas susceptibles d'être envisagés, et conclut :

(1) *Treatise on money* a été publié en 1930.

Les changements de la situation financière peuvent donc : a) modifier la quantité de monnaie utilisable à la circulation industrielle, b) modifier l'attrait de l'investissement. Si le premier effet n'est pas compensé par une variation de la quantité totale de monnaie, le second par une modification des conditions de prêt, le niveau de prix de la production courante sera instable.

La seule solution qui puisse permettre à la Banque Centrale de diriger la situation monétaire de façon à stabiliser le niveau de prix, c'est de laisser la finance et l'industrie disposer de tout l'argent qui leur est nécessaire, mais à un taux qui balance exactement la « position à la hausse » dans son effet sur le nouvel investissement. Problème, reconnaît M. Keynes, dont la solution peut dépasser les forces humaines. Et de plus, remarque-t-il, il peut se faire, dans la pratique, qu'un taux assez élevé pour éviter tout sur-investissement, réduise la production au-dessous de son niveau optimum (plan inexact, ou bien difficulté de changer de type de production), et trouble ainsi la stabilité des prix.

Sur une faible durée le cours des valeurs échappe à tout contrôle des facteurs monétaires. Le montant de *business-deposits* *B* qui est nécessaire aux transactions dépend au moins autant de l'activité des marchés que de la valeur moyenne des instruments négociés, et leur très grande vitesse de circulation permet à tout accroissement de se faire jour sans changer beaucoup l'offre de monnaie pour d'autres besoins. L'influence dominante, c'est donc l'opinion du marché.

Par conséquent il n'y a pas de lien *direct* entre l'autorité chargée de la circulation et les cours que détermine l'opinion, mais seulement un lien indirect, par le stimulant ou le frein que ces cours sont susceptibles de fournir au nouvel investissement par rapport à l'épargne. Le critérium essentiel de l'intervention de cette autorité devrait donc se fonder sur les réactions probables qu'exercerait la situation financière sur l'équilibre à venir entre l'épargne et le *nouvel* investissement.

CHAPITRE VIII

Les causes d'un déséquilibre du pouvoir d'achat. Changements dus à des facteurs monétaires.

§ 1. — *Classification des causes d'un déséquilibre du pouvoir d'achat de la monnaie (1).*

Considérons une situation d'équilibre, c'est-à-dire une situation où le niveau de prix correspond au coût de production, où il n'y a ni profits ni pertes (au sens que M. Keynes donne à ces termes), où le coût d'investissement est égal à l'épargne, et où le prêt à l'étranger est égal à la balance commerciale. Supposons de plus que l'offre de monnaie s'accroît au même taux que la production. Comment l'équilibre peut-il se renverser ? Par un changement d'un ou de plusieurs éléments dans l'équation

$$\pi = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{O}.$$

Changements dus à l'influence de facteurs monétaires sur l'offre effective de monnaie : l'offre de monnaie susceptible d'être utilisée par les entreprises n'équilibre plus ce qui est nécessaire à maintenir le revenu des facteurs de production et leur production au niveau jusqu'ici en vigueur. Cette variation de l'offre de monnaie aura pour effet de provoquer des ajustements dont un trouble dans le taux d'investissement sera probablement le premier degré.

Changements dus à des facteurs d'investissement : trois causes sont susceptibles de provoquer une divergence entre le taux d'investissement du marché et le taux naturel :

Le taux du marché varie parce que les facteurs monétaires se sont modifiés sans qu'il y ait eu en compensation une variation du taux naturel.

Le taux naturel varie, parce que l'attrait de l'investissement a

(1) Cf. *Treatise*, livre IV, ch. xvi.

changé, ou celui de l'épargne, sans que cette variation soit balancée par un changement du taux du marché ;

Le taux du marché s'est modifié pour maintenir l'équilibre externe, sans mouvement correspondant du taux naturel.

Changements dus aux facteurs industriels : c'est le cas d'un changement intervenu dans les besoins de la « circulation industrielle » par suite d'une variation de volume de la production courante ou de son coût, due à un changement provoqué ou spontané du taux des salaires.

Ces différents types de trouble peuvent être simultanés ou s'engendrer mutuellement, mais sont indépendants en ce sens que leurs effets peuvent se superposer.

Le but de l'étude de M. Keynes, de l'aveu de celui-ci, c'est de prouver que les troubles nés d'un changement de type 1 tendent à se résoudre en des changements du type 2 et ceux-ci en des changements du type 3 (quoique les changements type 2b peuvent aussi provoquer des changements type 1) : ces derniers, finalement, permettent l'établissement d'un nouvel équilibre après une série d'oscillations que provoquent leurs réactions avec une nouvelle série de changements type 2.

Ce qu'on désigne sous le nom de *credit cycle* correspond aux variations types 2b et 2c où le déséquilibre résulte de changements intérieurs ou extérieurs du type 2b : il s'agit d'une oscillation autour d'une position d'équilibre stable et non d'une transition, oscillation qui n'est pas toujours strictement cyclique et dont les caractéristiques peuvent être voisines de celles des mouvements de transition.

M. Keynes juge inutile d'étudier à part les changements type 3, leur analyse étant la même que celle des effets correspondants causés par un changement antérieur de type 1 ou 2. Par contre, il importe de distinguer entre les changements provoqués par des facteurs financiers qui opèrent soit suivant le type 1 en modifiant l'offre de monnaie utilisable à la circulation industrielle, soit suivant le type 2 en modifiant l'attrait du nouvel investissement ou de l'épargne.

§ 2. — *Les changements dus à des facteurs monétaires* (1).

Peu importe si l'équilibre entre l'offre et la demande de monnaie pour la circulation industrielle est renversé par un change-

(1) Cf. Keynes : *Treatise*, ch. XVIII.

ment dans l'offre totale de monnaie ou les besoins de la circulation financière, ou bien par une variation des besoins de la circulation industrielle relativement à la valeur de la production, ou bien enfin par une modification du volume des revenus. Par exemple, si les besoins de la circulation industrielle diminuent par rapport à la valeur de la production, les recettes des entrepreneurs seront supérieures à ce qui leur est nécessaire pour le maintien de la production aux coûts existants : le système bancaire disposera donc d'un pouvoir de prêt surabondant par rapport à l'ancien équilibre, exactement comme si l'offre totale de monnaie s'était accrue. Aussi M. Keynes se bornera-t-il à ce dernier cas.

a) *Conséquence d'une variation de l'offre de monnaie sur l'industrie :*

Le désir des banques de consentir des prêts se modifiera en conséquence. Une partie des nouveaux prêts, par exemple, ira augmenter la circulation financière sous forme de *savings deposits* ou de *business-deposits*, mais le reste parviendra aux mains des entrepreneurs :

— L'abaissement du taux d'intérêt stimulera la production des biens de capital en élevant leurs prix. — tendance qui pourra en outre être stimulée par la hausse de cours des valeurs, dans le cas où la circulation financière s'est accrue.

— Certains entrepreneurs emploieront plus de facteurs de production au même taux de rémunération (ils pourront même élever ce taux, puisque le coût du capital a diminué).

— L'attente des profits poussera même d'autres entrepreneurs à offrir davantage aux facteurs de production.

Ainsi, tôt ou tard, on verra s'accroître la valeur du nouvel investissement, qu'il s'agisse de capital fixe ou de capital de travail, et probablement la production s'en trouvera augmentée.

Généralement la variation de la quantité de monnaie exercera sur l'épargne un changement inverse : si les conditions offertes aux emprunteurs sont plus favorables, il en va tout autrement pour les prêteurs. Donc si la hausse éventuelle du taux des salaires augmente les prix, une hausse ultérieure de prix s'y superposera par suite de la disparité entre l'investissement et l'épargne. Si le taux des salaires effectifs est resté constant, la hausse initiale résulte uniquement du stimulant à l'investissement engendré par l'abaissement du taux d'intérêt. Il peut même se faire que le volume d'emploi reste également le même : en ce cas une

part relativement faible de la nouvelle monnaie sa portera vers la circulation industrielle, le reste étant temporairement absorbé par une diminution de vitesse ou une augmentation du volume de la circulation financière. Mais de cette variation de prix résultant de la divergence entre l'épargne et l'investissement naîtra un profit : les entrepreneurs se disputeront les facteurs de production, les salaires effectifs s'élèveront.

Le raisonnement serait identique, avec des conclusions inverses, si l'offre de monnaie diminuait.

b) *Diffusion d'une modification de la répartition des dépôts totaux entre les différentes sortes :*

Il est rare que l'on emprunte pour des dépenses de consommation ou pour accroître ses *savings-deposits* (leur taux est inférieur à celui de l'emprunt) : en général le produit d'un nouveau prêt ira grossir les *business-deposits*.

Une partie de ce prêt viendra, plus ou moins directement, entre les mains des entrepreneurs, et leur permettra de payer des salaires plus élevés *MiVi* (que le taux des salaires effectifs se soit élevé ou non). Les *income-deposits* s'accroîtront, ainsi que les *business-deposits A* pour les paiements envisagés (1).

Le reste du prêt sera détourné par les spéculateurs et les financiers (c'est-à-dire ceux qui achètent des biens ou des valeurs avec l'argent emprunté). Les cours s'élèveront, et avec eux le chiffre d'affaires de la Bourse : une part relativement faible de cet afflux d'argent emprunté grossira les *business-deposits B* pour y faire face. Si ceux qui vendent des valeurs en achètent d'autres en remplacement, la hausse se diffusera. Les cours continuant à s'élever, on arrivera tôt ou tard à une des solutions suivantes :

— Cette hausse des cours sera une source de profits pour les producteurs de *nouvel* investissement qui chercheront des fonds dans le but d'accroître leur production : on en revient au cas précédemment étudié.

— Des opinions divergentes se feront jour chez les financiers, les uns croyant à la baisse, d'autres à la durée de la hausse. Dans la mesure où les fonds des *baissiers* parviennent à ceux qui jouent à la hausse par une autre voie que le système bancaire, le boom peut se poursuivre, avec l'aide de la nouvelle monnaie à laquelle viennent s'ajouter les fonds des *baissiers*. Mais si ces derniers

(1) Il peut se faire que les *business-deposits A* s'accroissent aussi en raison de l'apparition des profits.

ajoutent le produit de leurs ventes (ou de leur abstention d'acheter des valeurs avec leurs épargnes) aux *savings-deposits*, ce processus épuîsera une partie de la nouvelle monnaie.

Donc la nouvelle monnaie servira éventuellement :

- A payer des salaires accrus ;
- A faire face à l'accroissement du chiffre d'affaires des entreprises ;
- Ou de la Bourse ;
- Au développement de la position baissière.

Tant que la nouvelle monnaie est absorbée par ces deux derniers cas, sans qu'elle puisse stimuler la production du nouvel investissement, son pouvoir d'achat n'en est pas affecté (la valeur du nouvel investissement s'est accrue, mais non son coût). Mais dans la mesure où les salaires se sont élevés, et dans la mesure où les entrepreneurs — sous l'attrait des profits — passent des productions de biens de consommation à celles de biens de capital, non seulement P s'élève (c'est-à-dire le pouvoir d'achat diminue) mais $I-S$ s'accroît, si bien que la hausse temporaire de P est supérieure à la hausse de $\frac{MiVi}{O}$.

c) Les problèmes de la transition :

Dès que le second terme de l'équation est affecté, le niveau de prix reflète la variation de la quantité de monnaie, mais la position qu'il peut atteindre est instable tant qu'il existe des profits ou des pertes. Ce n'est que lorsque le stimulant à l'investissement se sera résorbé en un accroissement de $MiVi$ (ou l'inverse en cas de pertes), que la capacité de prêt du système bancaire reviendra en équilibre avec l'épargne, et que le système bancaire se retrouvera en mesure d'alimenter la *circulation industrielle* suivant les besoins posés par les nouveaux salaires. Il faudra bien que le second terme $\frac{I-S}{O}$ redevienne nul, car les banques ne pourront continuer longtemps à consentir ces prêts qui dissocient l'investissement de l'épargne.

Un problème de transition se pose : à la hausse des prix née du second terme doit succéder une hausse par accroissement du premier. C'est un cas de réduction du taux des salaires. De plus une série d'oscillations de second ordre peut intervenir avant que le niveau de prix ait atteint la position finale. Enfin il faut considérer que, s'il ne s'agit pas d'un système économique clos, une

part de la variation initiale de l'offre de monnaie sera probablement annulée par des mouvements d'or. Par exemple l'offre accrue tend à augmenter la Balance de prêt, et la Balance commerciale, loin de s'élever en compensation, diminuera car les prix intérieurs sont en hausse. Le mouvement d'or tendant à reproduire au dehors la situation intérieure et à diffuser ses modifications, son intensité sera diminuée (1).

Certains éléments de déséquilibre peuvent subsister même après que les salaires effectifs *moyens* ont été ramenés à un niveau qui correspond au volume de monnaie réduit. La contraction des salaires n'assure pas une diminution partout égale, mais pèse surtout sur les facteurs de production les plus faibles, ou qui ont les contrats les plus courts. Il peut s'écouler beaucoup de temps avant que les taux *relatifs* des salaires effectifs aient été ramenés aux proportions antérieures. Il en est de même, inversement, dans l'inflation.

La difficulté essentielle réside dans le fait qu'un changement de la quantité totale de monnaie bancaire engendre des conséquences de plusieurs espèces. Les ajustements nécessaires peuvent ne s'effectuer qu'avec de longs retards.

Les économistes et les banquiers n'ont pas toujours une idée très claire du processus causal par lequel une réduction de la quantité de monnaie conduit éventuellement à un nouvel équilibre, où les niveaux de salaires et des prix sont inférieurs. Pour cette raison ils envisagent une déflation trop à la légère. Les banquiers estiment leur tâche accomplie quand les prix ont baissé, et s'étonnent du chômage, des pertes. Quant aux économistes, ils négligent à la fois la possibilité d'une divergence à courte période entre salaires et prix, et l'impossibilité d'une divergence à long terme.

Il est regrettable que l'autorité bancaire ne puisse agir directement sur le premier terme de l'Equation : sur le taux des salaires effectifs. Mais ce premier terme peut subir l'influence indirecte des conditions de crédit.

Elever le taux bancaire, c'est engendrer du chômage et des pertes, seule façon d'obliger le taux monétaire des salaires effec-

(1) Toutefois si l'accroissement de l'offre résulte d'une importation d'or parce que la Balance commerciale est en excédent sur la Balance de prêt, les changements intérieurs tendraient à restaurer et non à troubler l'équilibre externe du pays.

tifs à s'abaisser. Keynes estime qu'il existe une différence essentielle entre les changements du taux bancaire qui ont pour but de prévenir une *profit inflation* (ou une *profit deflation*) et ceux qui se proposent de causer une *income deflation* (ou une *income inflation*). Tandis que les premiers préservent l'équilibre en ajustant le taux du marché au taux naturel, les seconds causent un déséquilibre, en provoquant une divergence violente des deux taux. Notre mécanisme monétaire est fort mal adapté à une *income deflation*, et on ne peut dire que la déflation apporte moins de maux qu'une inflation : car si les salaires réels sont supérieurs dans la déflation (en ce sens que les facteurs de production reçoivent plus qu'ils ne produisent), elle s'accompagne de sous-emploi et ruine l'épargne, tandis que l'inflation s'associe au sur-emploi et à une addition importante au capital.

C'est une erreur de croire que la fortune réelle de la communauté s'accroît plus rapidement en dépression qu'en boom : lorsque le taux d'investissement est élevé, il en est de même du taux d'accumulation du capital.

Bien des progrès matériels du xix^e siècle eussent été impossibles sans les booms.

Lorsque la Banque Centrale fait partie d'un système monétaire international, sa politique du taux bancaire peut parfois se proposer comme objectif, non de prévenir des fluctuations de crédit ou d'établir un autre niveau de prix d'équilibre, mais de provoquer délibérément une *profit deflation* ou une *profit inflation* pour s'adapter à un trouble analogue survenu à l'extérieur.

CHAPITRE IX

Changements dus aux facteurs de l'investissement (1). Le cycle de crédit.

Ces nouvelles causes de déséquilibre ne peuvent pas toujours être séparées nettement des précédentes : par exemple, si le montant de monnaie de la circulation industrielle varie en raison d'un changement des besoins de la circulation financière. Un trouble qui est né « côté monnaie » ne tardera pas à produire quelque trouble « côté investissement », et inversement. Mais on peut tracer néanmoins une séparation entre les changements du côté de la demande et ceux du côté de l'offre. De plus, tandis que les troubles monétaires représentent un passage d'un équilibre à un autre, les troubles d'investissement, même si le changement d'investissement est permanent, correspondent à une oscillation autour d'un niveau de prix à peu près inchangé : une nouvelle structure de prix résulte des premiers, tandis que les seconds se traduisent en une réaction égale et opposée (d'où leur nom : *credit cycle*).

§ 1. — Définition du cycle de crédit.

De l'Equation il résulte que, si les coûts de production restent constants, le pouvoir d'achat de la monnaie varie suivant que la volonté d'épargne excède ou non le coût d'investissement (*commodity deflation* ou *commodity inflation* suivant le cas). Si par contre le volume d'épargne est égal par hypothèse au coût d'investissement, le pouvoir d'achat de la monnaie varie à l'inverse des coûts de production (*income inflation* ou *income deflation*). Enfin, les effets sur le pouvoir d'achat de la monnaie d'un changement des coûts de production et d'un déséquilibre entre l'épargne et l'investissement s'ajoutent et se superposent.

Le cycle de crédit est constitué par ces alternatives d'excès ou

(1) Cf. *Treatise*, ch. XVIII.

d'infériorité du coût d'investissement par rapport au volume de l'épargne, et par le mouvement d'oscillation du pouvoir d'achat de la monnaie qui accompagne ces alternatives.

Il est probable que les coûts de production varient pendant le cycle : les *commodity variations* portent en elles le germe d'*income variations* ; de plus si le déséquilibre initial vient de la monnaie, il provoque, nous l'avons vu, un déséquilibre de crédit. Il s'agit donc d'un phénomène complexe, mais on doit réserver le terme de *cycle de crédit* au cas où l'impulsion initiale provient d'un déséquilibre de l'investissement, et seulement si les variations des coûts de production en sont une réaction et ne traduisent pas au contraire quelque changement de la situation monétaire.

Dans un *cycle de crédit*, au sens exact du terme, un excès en un sens tend à mettre en jeu non seulement son propre remède mais un stimulant à un excès inverse, si bien que l'image correspondante est celle d'un pendule qui se balance. D'autre part l'intervalle entre le début de la phase ascendante et sa réaction dépendra parfois de faits physiques liés à la durée moyenne des procès de production, tandis que l'intervalle entre le début de la phase descendante et sa réaction sera lié généralement à la durée des contrats qui lient aux entrepreneurs les facteurs de production : aussi peut-on attendre *a priori* une certaine régularité moyenne dans les phases. Toutefois il ne faut pas non plus exagérer le caractère réellement cyclique de ces phénomènes : il y a de nombreux types de cycles de crédit, sujets à des troubles variés, et surtout le système bancaire peut les adoucir ou les rendre plus graves.

§ 2. — Genèse et développement d'un cycle de crédit.

L'épargne et l'investissement peuvent diverger pour de multiples raisons. Ceux qui décident de leurs montants ne sont pas les mêmes, agissent pour des motifs d'ordres différents, notamment sur une courte période. En dehors du système bancaire, nulle prévision intelligente ne peut se flatter de les égaliser. De plus les décisions qui les gouvernent sont prises à des moments différents. Lorsqu'il s'agit d'un accroissement du capital de travail, l'épargne nécessaire devra se faire immédiatement, mais si c'est le caractère de la production qui se modifie au profit de la production de capital fixe, il n'y aura besoin d'épargne additionnelle qu'à

la fin du procès, et durant ce temps des réactions pourront apparaître, qui ne pourront être aussitôt renversées. L'acte d'épargne est essentiellement constant. Si les troubles économiques peuvent réagir sur son taux, la proportion du revenu courant qui est épargnée change rarement avec brutalité. Au contraire, l'investissement en capital fixe se poursuit par bonds. Il est donc peu surprenant qu'un déséquilibre puisse surgir entre eux.

Si l'irrégularité du taux d'investissement en capital fixe est d'abord la cause majeure de trouble, la phase secondaire la plus caractéristique est due à l'investissement en capital de travail. De plus lorsqu'il est question de variation du volume d'emploi total ou de la production courante, il s'agit du taux d'investissement en capital de travail plutôt qu'en capital fixe : chaque cause de la reprise se caractérise par un investissement accru en capital de travail.

Bien que le cycle de crédit soit en général complexe, on peut en distinguer trois types. Par exemple lorsque l'investissement augmente par rapport à l'épargne :

— l'investissement peut s'accroître sans que change le volume de production, simplement par modification du caractère de la production : en ce cas l'expansion d'investissement ne se matérialisera pas avant une période de production ;

— l'investissement se développe sous forme de capital de travail, la production totale se trouve augmentée par la production additionnelle de biens de capital. L'accroissement prend au début la forme de capital de travail puis, après une période de production, la forme de capital fixe ;

— l'investissement s'accroît sous forme de capital de travail, la production totale est plus grande en raison de la production additionnelle de biens de consommation : l'accroissement ne se fait sentir que pour une période de production.

Un phénomène qui participe aux caractères des trois types peut se compliquer encore par la présence d'une *income inflation* (c'est-à-dire hausse des coûts de production) et de *capital inflation* (c'est-à-dire hausse du niveau de prix des nouveaux biens d'investissement par rapport à leur coût).

L'apparition d'une *commodity inflation* ou d'une *capital inflation* tend à provoquer une *profit inflation* qui engendre à son tour une *income inflation* par suite de la concurrence des entrepreneurs qui se disputent les facteurs de production. Au moins

en théorie, il est possible d'en démêler l'élément de *commodity inflation* qui constitue un cycle de crédit.

La *commodity inflation* type 3 est la plus caractéristique car tous les cycles, quel que soit leur début, s'achèvent en un mélange de ce genre.

Un cycle de crédit peut se poursuivre de façons trop multiples et différentes pour les analyser. M. Keynes se contente d'examiner les débuts des trois types, et esquisse une analyse de la phase secondaire la plus caractéristique :

a) *La phase primaire :*

Supposons que les entrepreneurs, pour un motif quelconque (nouvelle découverte, accroissement de population, colonisation, *capital inflation* pour des raisons d'ordre psychologique, bon marché du crédit après une période de sous-investissement) jugent certains investissements profitables. Trois cas peuvent se présenter :

— ou bien ils attirent des facteurs de production jusque-là consacrés au domaine de consommation : les prix n'en subiront l'effet qu'après un intervalle de temps égal à la longueur du procès de production des biens antérieurement fabriqués, car alors seulement la production de biens de consommation qui arrive au marché sera réduite, son prix augmentera sans que l'épargne se soit développée de façon correspondante. La phase ascendante du cycle s'engage. On peut remarquer que les prix s'élèveront proportionnellement plus haut que les coûts. Car souvent les entrepreneurs doivent offrir aux facteurs, pour les attirer, des salaires supérieurs : le niveau de prix s'élèvera proportionnellement à l'*income inflation*, mais la hausse née de la *commodity inflation* viendra s'y superposer et aboutira à une hausse des prix relativement aux coûts et salaires, détruisant un équilibre que n'avait pas rompu encore l'*income inflation* ;

— ou bien les entrepreneurs recourent aux facteurs sans emploi. Le volume total de production s'accroît avec l'investissement. L'expansion du capital de travail n'est pas compensée par une épargne nouvelle. Il y a donc addition, et non substitution à une partie de la production de biens de consommation. Les salaires sont tout de suite accrus, sans que s'accroisse parallèlement la production utilisable : les prix s'élèvent relativement aux salaires et aux coûts. Donc dans ce cas la phase ascendante du cycle commence dès le début ;

— ou enfin, les facteurs de production — auparavant sans emploi — servent à produire des catégories particulières de biens de consommation, et la production utilisable s'accroît au même degré que les salaires (en supposant leur taux inchangé) : les prix retomberont au bout d'une période à leur niveau antérieur.

Les expansions de l'investissement des types 2 et 3 exigent une variation importante de la quantité de monnaie puisqu'elles impliquent un accroissement des salaires et profits. Le consentement du système bancaire est donc indispensable, à moins que les banques ne se soucient que du volume des dépôts dans leur ensemble : la monnaie additionnelle nécessaire à la circulation industrielle peut alors lui être fournie par une diminution de la circulation financière, c'est-à-dire des *savings-deposits* (au début d'un boom l'opinion dans son unanimité croît à la hausse). Faute de quoi il suffira d'une hausse légère du taux bancaire, insuffisante à contrarier la tendance à une *commodity inflation*, pour accroître les disponibilités monétaires et permettre de payer les salaires supérieurs : soit en élevant les vitesses de circulation (garder de l'argent en caisse devient plus coûteux) soit en attirant l'or étranger. Pour une expansion de type 1 où le volume des biens liquides qui arrivent au marché est diminué, il suffit d'une légère altération des facteurs monétaires. Pour l'éviter, l'abstention des banques ne suffira plus, elles devront intervenir énergiquement.

Le raisonnement serait le même si le cycle s'engageait par une chute de l'épargne que ne compenserait pas une diminution de l'investissement (en pratique assez rare). De même un cycle pourrait débiter par une phase descendante, où l'investissement décroît par rapport à l'épargne, en raison du pessimisme des entrepreneurs ou d'une *capital deflation* qui n'atteint pas l'épargne. Le plus souvent une phase ascendante apparaît comme la réaction à une phase descendante antérieure, et inversement.

b) *La phase secondaire.*

Le caractère essentiel d'une *commodity inflation*, c'est que les prix s'élèvent sans rapport avec la hausse éventuelle des coûts, et qu'il en résulte un profit pour les entrepreneurs. Les hauts prix incitent à réduire les stocks au-dessous du niveau normal. La production de biens de consommation tend à s'accroître, stimulant de caractère général, qui affecte tous les types de bien de consom-

mation. Cette phase secondaire implique probablement une *income inflation* en même temps que la *commodity inflation*, car le désir d'accroître l'emploi élèvera le taux de rémunération des facteurs de production par unité produite, et d'autre part les facteurs spécialisés sont employés à plein et reçoivent des hauts salaires. Avec les progrès de l'*income inflation* s'évanouissent les ressources bancaires supplémentaires qui poussaient les entrepreneurs à accroître la production, mais ils y restent incités tant que subsistent des éléments de *commodity inflation*. De plus, dans la mesure où l'on prévoit la hausse des prix, la thésaurisation de biens liquides s'accroît et aggrave l'excès d'investissement par rapport à l'épargne, précipitant la hausse.

c) *L'effondrement.*

La phase secondaire contient nécessairement en elle-même l'essence d'une réaction. Si la phase primaire s'est engagée par l'accroissement de la production de biens de capital, les prix restent élevés tant que se poursuit cette production accrue, et elle peut durer longtemps bien qu'elle reçoive une impulsion de moins en moins forte par rapport à la production de biens de consommation.

Mais si la phase primaire résulte d'un accroissement de la production de biens de consommation, leur offre s'accroîtra dans la même proportion que les salaires, après un intervalle qui dépend de la longueur du procès : il n'y a plus de raison à un niveau de prix plus élevé, et les prix retombent à leur niveau précédent.

Même si la phase primaire a pour origine une production accrue de biens de capital, la phase secondaire qui stimule nécessairement la production de biens de consommation apporte avec elle la réaction qui se produira dès que l'offre plus grande de biens de consommation se présentera au marché. La phase descendante, qui en résulte, si elle annule les profits, n'est pas en elle-même une cause de pertes pour les entrepreneurs. Pourvu que l'épargne n'excède pas l'investissement, les prix des biens de consommation sont égaux aux coûts. Néanmoins cette phase, en fait, engendrera des pertes. Des entrepreneurs peu avisés, sous l'appât des profits, se sont lancés dans des productions malsaines que la chute des prix les force d'abandonner ; il en résulte une réduction du taux d'investissement. D'autre part la baisse des prix modifie l'opinion financière, développe la position baissière, augmente les

besoins monétaires de la circulation financière, au détriment de la circulation industrielle, ce qui contraint les banques à réduire l'investissement. La *capital inflation*, influencée surtout par l'opinion, peut disparaître et faire place à une *capital deflation*.

Du côté monétaire aussi la situation sera changée : en dehors de la fin de l'unanimité dans la spéculation à la hausse, les autres influences à courte période qui avaient provoqué l'augmentation des dépenses de salaires vont disparaître, et même leur tendance peut se renverser.

Le cycle continue, les profits poussent à la concurrence pour l'emploi des facteurs de production. La *profit inflation* devient une *income inflation*. La circulation industrielle exige de plus en plus de monnaie. Un moment vient où l'effort pour étendre ou maintenir le volume de la circulation industrielle amènera le taux bancaire à un niveau qui s'oppose en toutes circonstances à un nouvel investissement relativement à l'épargne. L'affaissement commence.

Tout ceci suppose que le système bancaire s'est conduit selon sa pratique habituelle, c'est-à-dire qu'il n'a pas cherché à égaliser épargne et investissement. Sinon, d'après M. Keynes, il n'y aurait pas de cycle.

CHAPITRE X

Quelques aspects spéciaux du cycle de crédit (1).

§ 1. — *Justification « d'une commodity inflation ».*

M. Robertson dans *The banking principle and the price-level* soutient que le cycle, en dépit des ruines qu'il entraîne, joue un rôle essentiel dans une société progressive, et que ce serait risquer la stagnation que de tenter de l'éliminer. La *commodity inflation*, estime-t-il, accroît la richesse de la communauté plus vite que ce ne serait le cas à son défaut, parce que la production dépasse la consommation courante. Il appelle *imposed lacking* les restrictions que la *commodity inflation* impose en plus de l'épargne volontaire.

Mais, répond M. Keynes, le taux d'accumulation ne s'élève pas de façon durable, seulement pour un effort bref et soudain. En regard, il ne faut pas négliger les pertes de richesses qu'entraîne la déflation. Au XIX^e siècle la *commodity inflation* fut une source de développement de richesse, mais d'une part l'abondance croissante de monnaie et la plus grande efficacité des facteurs de production (qui permirent un excès modéré mais durable des prix sur les salaires), et d'autre part l'apparition de profits, y concoururent avec elle. Par contre la consommation réalisée aux dépens de l'épargne, le chômage involontaire des facteurs de production (mal plus grave que les heures supplémentaires effectuées en temps de boom ne présentent d'avantages) viennent au passif de la déflation, phase descendante du cycle. Si l'on peut envisager avec intérêt une politique monétaire qui créerait de temps à autre une *commodity inflation* pour suppléer à l'insuffisance des épargnes volontaires, sans permettre à la déflation de se développer comme réaction, il ne s'agirait plus alors d'un mouvement cyclique. D'autre part une *commodity inflation* distribuée arbitrai-

(1) Cf. *Treatise*, ch. XIX.

rement aux entrepreneurs la différence entre les salaires des facteurs de production et la valeur de la production, et les mêmes gagnent en général plus qu'ils ne perdent durant la déflation : ses résultats sont contraires à toute justice sociale.

L'idée de M. Robertson, que la *commodity inflation* présente certains avantages, n'est pas entièrement dénuée d'arguments valables :

— Dans une société progressive, il peut être parfois nécessaire de recourir à une inflation temporaire pour faciliter et accélérer la transition d'un type de production à un autre. Dans un système socialiste parfait il suffira d'un décret, mais en régime individualiste il faut recourir à l'appât des profits ou à la menace de la faillite. Plutôt que d'attendre que les entrepreneurs déjà établis abandonnent les ressources nécessaires à l'exécution des productions nouvelles, il est plus conforme à l'intérêt social de fournir directement ces ressources : c'est une question d'avantages à mettre en balance. Il faut toutefois remarquer que les oscillations dans les industries particulières fournissent souvent un stimulant suffisant à la transition, sans qu'il soit nécessaire de créer des troubles généraux. Stabilité de la circulation monétaire ne signifie pas quiétude, immobilité universelles, mais compensation des profits et pertes des diverses industries, de sorte qu'il n'y a pas de tendance générale à un boom ou à un affaissement. La survie des « plus aptes » par le jeu des profits et pertes demeure en vigueur.

— Dans certaines circonstances, d'après M. Robertson, les changements du niveau général des prix permettraient aux facteurs de production d'obtenir un meilleur ajustement du degré de leur effort au prix qu'ils obtiennent, et de serrer leur gain maximum de plus près qu'en période de stabilité. Mais ceci n'est pas prouvé, et il resterait d'ailleurs la question de la meilleure règle générale.

M. Keynes reste finalement partisan de la stabilité du pouvoir d'achat. Il note toutefois qu'il ne s'agit ici que d'une *commodity inflation* au sens strict, c'est-à-dire due à des facteurs d'investissement sans qu'il y ait changement durable des facteurs monétaires : une *commodity inflation* qui se prolongerait par suite d'une augmentation progressive de l'offre de monnaie aurait des caractères bien différents et pourrait constituer un instrument puissant pour accroître l'accumulation de richesse. De toute façon une expansion du volume d'investissement qui se résout en hausse des prix n'aura généralement que des effets favorables si elle vient corriger une *commodity deflation* préexistante : la hausse des prix tend à rétablir

l'équilibre du niveau de prix avec celui des revenus. Lorsque le chômage est très développé, par exemple, par suite d'une phase descendante d'un cycle, mais sans que la *commodity deflation* se soit transformée en *income deflation*, on ne pourra revenir à un niveau normal de production et d'emploi que par des mesures d'expansion et une hausse de prix, nécessaires à titre de correctif, tandis que la stabilisation des prix serait une erreur (ce ne serait plus vrai dans le cas d'une *income deflation* dont l'incidence aurait été égale sur tous les facteurs de production).

On peut d'autre part conclure que les maux principaux d'un cycle sont dus à la phase de déflation. Il serait donc possible de tirer d'un cycle des avantages réels, lorsqu'une *commodity inflation* se transforme en *income inflation*, si l'on n'essaie pas de revenir à l'ancien état de choses, mais si l'on se contente de maintenir la stabilité du système économique au nouveau niveau des revenus. Mieux vaut un état où l'offre de monnaie permet au niveau de prix d'équilibre de croître sur une longue période légèrement plus vite que les salaires effectifs (c'est-à-dire un état de *commodity inflation* modérée et progressive) que l'état inverse. Les avantages que constituent le progrès économique et l'accumulation de richesse surpassent l'élément d'injustice sociale, surtout si le système fiscal s'efforce de compenser ce dernier : ce sera tout particulièrement le cas lorsque la communauté éprouvera un grand besoin d'une accumulation rapide de capital.

§ 2. — L'incidence d'une « *commodity inflation* ».

A la différence de l'*income inflation* ou de la *capital inflation*, la *commodity inflation* accroît réellement les ressources qui peuvent se consacrer au nouvel investissement, et par là augmente le stock de richesse de la communauté. Mais, de même que l'*income inflation*, elle cause une redistribution de la richesse existante en faveur des emprunteurs. M. Robertson estime que les détenteurs de monnaie seront amenés à épargner davantage pour compenser cette perte, tandis que ceux qui voient s'accroître leurs recettes (pas suite de l'emploi plus large, des salaires plus élevés) peuvent en épargner une partie pour se constituer des *income deposits* : ces épargnes, il les désigne par *induced lacking* (à la différence de l'*imposed lacking*, qui a trait à la réduction du pouvoir d'achat des revenus monétaires, née de la *commodity inflation*). Mais si l'*imposed lacking* est la caractéristique de la commo-

dity inflation, l'*induced lacking* s'attache à l'*income inflation* et n'apparaît lors d'une *commodity inflation* que si celle-ci s'accompagne d'un accroissement de production, car les *income deposits* ne se développeront qu'en proportion de la hausse des salaires monétaires. De plus l'*induced lacking*, comme l'*imposed lacking*, ne représente une augmentation des ressources susceptibles d'être consacrées au nouvel investissement que lorsqu'elle résulte d'une épargne véritable.

Il existe bien d'autres façons d'accroître les *income deposits* : transfert de *savings-deposits*, moindre achat de valeur avec l'épargne courante, plus grande vitesse de circulation des *income-deposits*. Aussi l'*induced lacking* paraît à M. Keynes une source trop précaire d'épargne additionnelle pour mériter une mention particulière.

Une confusion se commet parfois sur la question de l'incidence d'une *commodity inflation*. Quels revenus réels ont été diminués pour grossir le revenu réel de l'emprunteur ? Non ceux des déposants, comme on pourrait le croire tout d'abord. Si l'emprunteur, acheteur nouveau qui surgit sans qu'aient encore diminué les autres pouvoirs d'achat, élève les prix sur le marché, et si cette hausse diminue la valeur des dépôts, l'accroissement du niveau de prix qui abaisse la valeur des dépenses monétaires ne diminuera pas forcément les consommations qu'effectuent les déposants car ceux-ci les règlent avec leur revenu courant. La hausse des prix réduit donc la valeur de tous les revenus courants payables en espèces : le pouvoir d'achat qui est aux mains du reste de la communauté diminue d'un montant égal au pouvoir d'achat nouveau qu'obtient l'emprunteur. De plus les profits des entrepreneurs qui vendent aux prix plus élevés s'accroissent d'un montant égal à la perte en valeur du revenu courant. En résumé, le capital, qu'ont acquis les nouveaux emprunteurs, a été réalisé aux dépens de ceux qui reçoivent le revenu courant, et ne leur appartient pas. Il revient aux entrepreneurs qui vendent plus cher et réalisent des profits.

L'accroissement de richesse qui correspond aux pertes des déposants a profité aux anciens emprunteurs qui pourront rembourser avec un pouvoir d'achat amoindri par la hausse. Mais il n'y a là qu'un simple transfert de richesse car le montant de crédit qui peut permettre aux banques de consentir de nouveaux prêts est réduit de façon équivalente.

§ 3. — *Le cours normal d'un cycle de crédit.*

Tantôt c'est un facteur non monétaire qui accroît l'attrait de l'investissement, par exemple une invention, l'exploitation d'un pays neuf, la guerre, la confiance—, tantôt au contraire un facteur monétaire, par exemple un boom boursier qui s'étend aux nouveaux biens de production. Le taux d'intérêt naturel s'élève sans que l'épargne accrue le retienne, le volume d'investissement augmente malgré la hausse du taux monétaire d'investissement. Au début la quantité de monnaie nouvelle qui sera nécessaire, d'ailleurs relativement faible, proviendra par exemple d'une diminution des besoins de la circulation financière.

La production et les prix commencent à s'élever. L'emploi s'accroît. L'indice de gros monte. La dépense plus grande des nouveaux facteurs de production employés élève les prix de consommation : des profits apparaissent. Lorsqu'il n'est plus possible d'employer des facteurs de production auparavant sans emploi, les entrepreneurs se disputent les facteurs, et leur concurrence élève les taux de rémunération. En même temps augmentent les besoins de la circulation industrielle, pour faire face aux factures de salaires de plus en plus importantes. Un moment arrive où le système bancaire ne peut plus lui fournir de ressources, à moins d'entorse à ses principes, — d'ailleurs ceux-ci sont d'une élasticité étonnante : le moment critique viendra plutôt que de sa répugnance ou de son incapacité, de son hésitation, par prescience ou expérience. Pour les mêmes motifs, s'accroissent également les besoins de la circulation financière. A ces raisons s'ajoutent la diminution de l'attrait du nouvel investissement, l'expansion de l'offre de certains biens de capital, la réaction qui résulte de la chute inévitable des prix des biens de consommation.

Ainsi l'affaissement résultera de la convergence de plusieurs causes graves. L'ordre des événements est le suivant : d'abord une *capital inflation* conduit à accroître l'investissement, et par conséquent à une *commodity inflation* ; ces deux phénomènes se développent pendant environ la durée d'une période de production des biens de consommation, puis à la fin de cette période une réaction surgit, la *capital inflation* s'affaisse, l'investissement tombe au-dessous de la normale et amène une *commodity deflation*.

SECTION II — CRITIQUE DE M. KEYNES

Tandis que l'on peut parler d'une *école wicksellienne*, et même *néo-wicksellienne*, tandis que M. Hayek poursuit ses travaux en liaison avec l'Ecole de Vienne, M. Keynes reste isolé, sans maîtres (1) ni disciples. Aussi est-il en butte à des attaques venues de tous les points de l'horizon économique. Attaques souvent injustes, toujours violentes, qui témoignent, mieux que les louanges, de la place essentielle qu'il occupe aujourd'hui parmi les économistes contemporains.

Avant de passer en revue ces critiques, il importe de distinguer entre elles. Les assauts les plus furieux ne sont pas toujours les plus convaincants. Maints auteurs se contentent d'exposer brièvement la théorie de M. Keynes en détachant certains passages, qu'ils affligent de qualificatifs acerbes ou dédaigneux. D'autres émettent des idées fort justes mais qui se bornent uniquement à un aspect particulier de son œuvre.

Seuls M. Hayek et M. Robertson se sont astreints à traiter dans son ensemble la théorie de M. Keynes. Les conceptions opposées de ces deux économistes permettent à leurs critiques de se compléter heureusement en serrant de très près les défaillances de M. Keynes. Si leurs objections ne sont pas toujours fondées, elles demeurent toujours intéressantes. M. Keynes pour leur répondre dut éclaircir ou compléter certains aspects de sa doctrine. Les « réflexions » (2) de M. Hayek sur *Treatise on money*, de valeur souvent inégale, serviront néanmoins de base à cette étude parce qu'elles passent en revue la plus grande partie, et à coup sûr l'essentiel, de l'œuvre de M. Keynes.

(1) Sauf dans la mesure où il peut être considéré comme un élève de Wicksell.

(2) « Reflections on the pure theory of money of J. M. Keynes », *Economica*, août et novembre 1931, février 1932.

CHAPITRE I^{er}

La conception du profit.

§ 1. — M. Robertson (1) critique la distinction des profits et des revenus.

Dans les livres III et IV de *Treatise on money*, M. Keynes propose une nouvelle méthode d'étude du problème fondamental de la théorie monétaire. Parmi les termes qu'il définit, sa conception du profit mérite une mention particulière.

Il exclut le profit du revenu monétaire et il établit entre eux une distinction fondée sur l'idée de « rémunération normale des entrepreneurs », qui sera comprise dans le revenu : le profit, positif ou négatif, sera égal à la différence entre les recettes nettes réelles de l'entrepreneur par unité de production et ce revenu théorique comprenant la « rémunération normale ». Par définition, on ne peut épargner que sur le « revenu » tel que l'entend M. Keynes, de sorte qu'un entrepreneur qui emploie ses profits à l'achat de machines nouvelles n'épargne pas, mais il épargnera s'il s'abstient de dépenser un revenu « normal » qu'il n'a pu recevoir.

Cette terminologie est donc confuse et dangereuse. Ainsi lorsque les entrepreneurs subissent des pertes, il résulte de la définition de M. Keynes que les pertes sont des épargnes (2), dès lors le lien entre l'épargne et l'investissement est rompu, le second terme de l'Equation Fondamentale devient négatif, et les prix seront inférieurs aux coûts. Mais la théorie de M. Keynes aboutit à faire de l'effet la cause : l'excès d'épargne reflète seulement la chute des prix, et plutôt que de s'attacher aux décisions des épargnants, l'analyse des causes de la chute de prix devrait étudier le déséqui-

(1) « Mr Keynes theory of money », *Economic Journal*, septembre 1931.

(2) En cas de pertes des entrepreneurs, si les épargnes S sont égales à la différence entre revenus monétaires « normaux » et dépenses de consommation, le montant dont les revenus réels s'abaissent au-dessous des revenus « normaux » constitue une partie des épargnes : par définition les pertes sont des épargnes.

libre des prix par rapport aux coûts. Il est clair qu'en ce cas les pertes — parts des épargnes — ne résultent pas de décisions volontaires des entrepreneurs sur le volume de leurs épargnes : « une différence entre l'épargne et l'investissement ne peut être regardée comme la cause de profits ou de pertes, car elle est le profit ou la perte » (Hawtrey).

Dans l'analyse du cours d'un boom, il est essentiel d'introduire quelque part le fait, d'une part qu'une hausse du niveau de prix modifie en faveur des entrepreneurs les contrats qu'ils ont passés précédemment avec les facteurs de production, et d'autre part qu'ils sont poussés à conclure de nouveaux contrats sur les mêmes bases que les anciens. Mais M. Robertson, invoquant un souci de clarté, refuse de tenir compte de cette complication, qui appartient à la phase secondaire, dès le début de l'exposé de la phase primaire, lorsque l'on voit les nouveaux crédits accordés par les banques permettre l'emploi direct de facteurs de production additionnels aux dépens d'un sacrifice de revenu réel subi par le reste de la communauté. On peut d'ailleurs noter que dans un pays de propriété foncière et de petite industrie où les profits (au sens de M. Keynes) sont impossibles, l'inflation peut néanmoins permettre au gouvernement de transférer du revenu réel.

De même lorsque s'accroît la tendance à thésauriser, il n'y a pas seulement un transfert de richesse monétaire des entrepreneurs aux épargnants (*Treatise*, p. 174 et 316), mais aussi un accroissement de valeur réelle des encaisses monétaires totales.

Peut-on accorder à M. Keynes que la catégorie de gains qui pousserait les entrepreneurs à accroître leur production, s'ils avaient la possibilité de passer aux taux actuels de nouveaux contrats avec les facteurs (définition des profits), s'accroît en même temps que la catégorie de gains nés de la modification apportée par l'inflation aux contrats antérieurs ? M. Robertson l'admet provisoirement mais regrette que M. Keynes ne se soit pas contenté du fait que l'apparition des profits est la cause principale du changement industriel, pour les distinguer des autres revenus, plutôt que d'en chercher d'autres caractères qui ne soutiennent pas l'examen : il vise surtout cette particularité quasi magique qu'il leur attribue (p. 139) de constituer une « jarre inépuisable » (*widow's cruse*), particularité suivant laquelle nul ne peut arriver à les gaspiller, quelle que soit sa dépense. Mais ce n'est qu'un cas spécial du principe général suivant lequel toute monnaie doit à tout moment être quelque part ; si l'on a exclu par hypothèse la possibilité

d'une hausse des coûts unitaires, et si l'on a exclu tacitement toute hausse de la production, donc toute hausse des coûts totaux, la monnaie que dépense chaque jour un entrepreneur doit se retrouver dans la caisse d'un autre. Et M. Keynes ne peut écrire « quel que soit le montant de profits que dépensent les entrepreneurs, le montant de richesses qui leur reste est le même qu'auparavant » car la hausse de prix qui en résulte en diminue la valeur réelle.

Remarques de M. Robinson (1) sur la « widow's cruse » : Cet économiste s'efforça de découvrir une position moyenne, proche de la réalité, sur ce problème particulier où s'affrontaient les théories les plus invraisemblables.

M. Keynes a admis que son allégorie reposait sur l'hypothèse tacite que la production demeurerait inchangée malgré la chute du niveau de prix. Mais, remarque M. Robinson, en se bornant à la Demande, il s'est fourvoyé dès le point de départ. Supposer une offre parfaitement inélastique dans la production courante de biens de consommation est tout aussi éloigné de la réalité que de croire, comme la plupart de ses critiques, à une parfaite élasticité de l'offre, et ces deux hypothèses extrêmes ne méritent pas de retenir l'attention. Il est probable que sur une courte période l'offre sera inélastique, au moins partiellement. Même sur une plus longue période le souci d'introduire des hypothèses plus plausibles dans le raisonnement de M. Keynes y apporterait des modifications moins profondes qu'on pourrait le supposer. Dans l'exemple de la plantation de bananes, où les entrepreneurs restreignent sans cesse leur coût de production, M. Keynes assimile les pertes au « tonneau des Danaïdes » : mais il néglige ce fait que les chômeurs continueront à dépenser, par des expédients divers. Son raisonnement reste pourtant exact en ce sens que dans la mesure où ils dépensent moins qu'avant, les producteurs de biens de consommation subissent de nouvelles pertes et diminuent encore l'emploi de main-d'œuvre.

Le processus se poursuivra jusqu'à ce qu'il soit impossible de restreindre la consommation et jusqu'à ce que disparaisse l'excès d'épargne qui causa le trouble. Ainsi M. Robinson se fait l'avocat de M. Keynes et dégage fort habilement la part de vérité que peuvent contenir ces deux images célèbres.

(1) Pour plus de détails, cf. « A parable on saving and investment », *Economica* de février 1933.

M. Robertson critique enfin une dernière raison que M. Keynes invoque pour distinguer le profit du revenu : « Il serait anormal, écrit-il, d'ajouter les profits au revenu ou d'en soustraire les pertes, car en ce cas les épargnes ne tomberaient jamais, quelle que soit la consommation courante, et ne pourraient davantage être accrues par restriction de consommation, si les entrepreneurs continuaient à produire le même montant de biens d'investissement. » (*Treatise*, p. 140). Il ne peut trouver de base à cette opinion et attribue l'erreur de M. Keynes au fait que celui-ci néglige de distinguer les périodes successives où l'on doit observer le courant monétaire et appliquer l'équation.

M. Robertson prend un exemple : considérons comme « revenu » toutes les recettes nettes. Au jour 1 les membres de la communauté qui ne sont pas entrepreneurs détournent 100 de leur dépense en machines pour acheter des chaussures, le taux journalier de l'épargne s'abaisse de 100. Au jour 2 ils font de même, tandis que les producteurs de chaussures dépensent en champagne leur revenu supplémentaire du jour précédent et que les entrepreneurs qui vendent les machines, pour compenser leur perte du jour 1, diminuent de 100 leurs achats à l'usine. Le taux journalier de l'épargne est alors réduit de 200 par rapport au point de départ.

Bien que cet exemple s'appuie sur la conception habituelle du revenu, quelle différence y a-t-il avec le raisonnement de M. Keynes ?

Mais M. Keynes (1) se fonde sur cet exemple choisi par M. Robertson pour prétendre que celui-ci ne se rend pas exactement compte de la difficulté. Définir comme il le suggère « revenu » par la somme des salaires et des profits ($E+Q$) et « épargne » par la différence entre ce revenu et la dépense de consommation, c'est aboutir à une égalité constante entre l'épargne et la valeur du nouvel investissement ($Q = PR + I - E$ d'où $S = I$). Pense-t-il que ce soit toujours exact en pratique ? D'autre part Keynes invoque le brouillard qui règne d'ordinaire autour du concept d'épargne dans l'esprit du public : regardera-t-on comme un épargnant celui qui s'abstient de consommer le produit d'une hausse de ses valeurs ? Enfin M. Robertson veut inclure dans le « revenu » les profits monétaires qui naissent de la différence entre le prix et le coût du nouvel investissement, mais non ceux qui sont relatifs à celui qui

(1) Voir sa réponse dans *Economic Journal* de septembre 1931, à la suite de l'article de M. Robertson.

existait auparavant : mais le nouvel investissement sitôt apparu vient se fondre avec l'investissement déjà existant et ne peut plus s'en différencier. Il est nécessaire de tracer quelque part une séparation entre « revenu » et « profits de capital ».

§ 2. — *M. Hayek (1) critique le caractère purement monétaire du profit au sens de M. Keynes.*

Si M. Hayek admet que les profits, dans le sens où M. Keynes emploie ce terme, constituent la cause principale des changements dans le système économique, il refuse de le suivre dans l'explication qu'il donne de leur apparition, et ne peut accepter que les profits totaux soient seuls susceptibles de changer le volume de production.

M. Keynes voit dans les profits et les pertes un phénomène purement monétaire, ne résultant jamais d'un facteur réel ou d'un mauvais ajustement dans l'offre relative de produits intermédiaires aux étages successifs de la production, mais seulement des changements spontanés dans la direction et le volume du flot de monnaie. Dans la partie essentielle de son raisonnement, le flot de monnaie est considéré comme la seule variable indépendante qui puisse faire surgir une différence entre le prix et le coût des produits, tandis que la structure de production où circule ce flot de monnaie est supposée relativement rigide. Mais en fait, estime M. Hayek, la cause du déséquilibre peut être tout aussi bien une modification dans l'offre relative qui, à son tour, affectera la quantité de monnaie contre laquelle s'échangent les biens. M. Keynes peut alléguer, il est vrai, qu'il s'agit ici d'un problème à court terme : mais lui-même, par l'hypothèse de l'équilibre des facteurs réels, y introduit inconsciemment des éléments à long terme.

Son analyse du profit laisse généralement l'impression que l'essentiel est négligé, mais il est difficile de trouver le défaut du raisonnement. Sa conclusion semble découler du truisme que les profits n'apparaissent que quand on reçoit de la vente plus que n'a coûté la production. Mais le résultat obtenu devient erroné si l'on fait contraster (2) comme lui, les prix des biens de consom-

(1) « Reflections..., *Economica*, août 1931, § III.

(2) Ce que M. Keynes nie dans sa réponse à M. Hayek (§ 5) : « Je ne fais nullement contraster les prix payés aux facteurs avec les seuls prix des biens de consommation achevés. M. Hayek oublie que « nouveaux biens d'investissement » comprend pour moi les biens de consommation non achevés. Néanmoins il m'a signalé, point que je n'avais pas assez expliqué, que les changements dans la valeur des biens inachevés s'effacent dans mon niveau de prix ».

mation finis et les prix payés aux facteurs de production, avec la seule exception (insuffisante) des *nouveaux* biens d'investissement. Il traite le processus de production des biens de consommation comme un tout, où seuls les prix obtenus à la fin de la production et les prix payés au début présentent un intérêt quant au caractère profitable de l'entreprise. Quant aux changements dans l'offre relative (donc dans la valeur) des produits intermédiaires aux étages successifs, il en sera tenu compte suffisamment, estime-t-il, par les concepts d'investissement positif et négatif, c'est-à-dire par la variation nette du capital de la communauté. Mais il ne suffit pas de traiter en son ensemble la variation des biens d'investissement à tous les étages, et de négliger les fluctuations entre étages. De plus l'ambiguïté de son concept d'investissement aggrave encore la difficulté : faut-il l'entendre comme le surplus, en outre, du remplacement des biens de capital usés dans la production courante, ou bien comme l'addition à la valeur totale des biens de capital ?

Supposons que ce concept comprenne l'addition nette apportée à la valeur de tous les biens de capital existants, et supposons qu'en ce sens l'investissement soit nul : la dépense totale effectuée au profit des facteurs de production sera consacrée par eux à l'achat de la production courante de biens de consommation. On peut imaginer qu'il n'y aura aucune différence nette entre les recettes totales et les paiements totaux parce que les profits réalisés aux étages inférieurs seront compensés par les pertes subies aux étages supérieurs : en ce cas cependant tous les entrepreneurs n'auront pas le même intérêt à employer des facteurs de production. On peut parfaitement supposer sans s'éloigner de la réalité que dans chaque étage il y a plus de produits intermédiaires qu'il n'en est besoin pour remplacer les produits intermédiaires qui existent alors à l'étage suivant. Une certaine disette de ces produits se fait sentir aux étages inférieurs, les plus proches de la consommation, tandis que les étages supérieurs souffrent d'une surabondance. Il y aura alors simultanément des pertes aux étages supérieurs, des profits aux étages inférieurs, et même si ceux-ci sont supérieurs aux pertes, dans une grande partie du processus de production, il ne sera pas rémunérateur d'employer tous les facteurs utilisables — diminution de l'offre d'emploi que ne pourra compenser une offre accrue aux étages inférieurs malgré leur prospérité, car à ces étages il y a surtout besoin de produits demi-finis, et le travail ne peut être employé qu'en proportion des quantités de ces

produits demi-finis. En un tel cas, malgré l'absence de profits totaux au sens de M. Keynes, on verra apparaître ces effets par lesquels il les caractérise. Par conséquent, si sa définition du profit est parfaitement valable, d'après M. Hayek, pour les profits individuels, elle ne l'est pas en ce qui concerne l'ensemble des entrepreneurs.

D'autre part, les « profits totaux » peuvent apparaître pour d'autres causes que celles notées par M. Keynes. Ils ne sont nullement liés à l'existence d'une différence entre recettes et dépenses courantes, et réciproquement. Même si l'investissement est nul, il se peut que l'ensemble des entrepreneurs subisse des gains ou des pertes par suite des changements de valeur du capital existant : variations de valeur des produits intermédiaires existants qui agissent comme facteur d'équilibre entre les recettes et les dépenses courantes.

On ne peut donc expliquer les profits par une différence entre la dépense et la recette faite dans une même période, ou dans une autre d'égale durée, parce que le produit de la dépense en une période de temps sera le plus souvent vendu en une période plus longue ou plus courte.

L'objection est d'importance et M. Keynes ne peut la réfuter. Aussi se borne-t-il (1) à invoquer l'utilité que peut présenter pour certains objectifs la distinction entre les profits qui résultent d'un accroissement de valeur des biens de capital existants et ceux qui naissent de la production courante de bien de capital : ce serait en particulier le cas lorsque l'on traite le niveau de prix de la production, qui, par sa nature, distingue entre capital nouveau et ancien.

Et même, ajoute M. Hayek, si le concept de l'investissement ne se rapporte pas comme on l'a supposé aux changements de *valeur* du capital existant, mais aux changements dans les quantités *physiques* de biens de capital, l'analyse ne serait pas pour cela sans défauts. Faute d'un concept plus clair de l'investissement, et aussi du capital, son étude du profit ne pourra être satisfaisante.

Ce concept de profit présente d'ailleurs d'autres particularités qui lui font perdre beaucoup de sa valeur. Pour le déduire de la différence entre les recettes de production et la dépense en facteurs, il doit recourir à un taux « normal » de rémunération du

(1) Réponse de M. Keynes dans *Economica* de 1931, § 5.

capital investi, plus stable que le profit, qu'il fera rentrer dans son concept « taux monétaire des salaires effectifs des facteurs de production ». Mais s'il est vrai que le taux de rémunération des facteurs originaires de production est relativement plus rigide que les profits, il n'en est pas de même de la rémunération du capital investi. C'est une erreur de séparer artificiellement l'entrepreneur possesseur de capital de l'entrepreneur au sens strict, car la fonction essentielle de supporter les risques implique la possession du capital. De plus toute nouvelle occasion de profit coïncide avec un changement dans les possibilités d'investissement du capital, et se reflète toujours dans la rémunération (et la valeur) du capital investi. De même il n'y a pas de différence fondamentale entre le profit et le salaire supplémentaire d'un ouvrier qui se tourne vers les emplois où le travail est rare. Cette séparation artificielle de M. Keynes conduit à expliquer les changements apportés par les entrepreneurs dans leur demande totale de facteurs de production et non les variations du prix qu'ils offrent au nouveau capital. Avant d'analyser l'investissement il faudrait expliquer les raisons qui peuvent modifier son attrait, explication qui ne pourra s'obtenir que par une analyse serrée des facteurs qui déterminent les prix relatifs des biens de capital aux divers étages de la production, car la différence de ces prix est la seule source de l'intérêt. Ne se soucier que des profits totaux, c'est exclure délibérément la solution.

CHAPITRE II

L'analyse de l'investissement (1).

Le thème central, le plus obscur de *Treatise on money*, c'est la définition et l'explication du processus d'investissement.

La plupart des difficultés, à vrai dire, proviennent de la méthode de M. Keynes : il étudie des procès dynamiques compliqués sans se baser sur une analyse statique du processus fondamental. Non seulement il néglige les conditions nécessaires à la continuité de l'organisation capitaliste de la production (c'est-à-dire l'équilibre à maintenir entre la dépréciation et le renouvellement du stock de capital existant) mais il n'explique même pas les conditions d'équilibre à un taux donné d'épargne, ni les effets d'un changement de ce taux d'épargne. Il ne s'y intéresse que lorsque la monnaie intervient comme facteur de trouble en causant une divergence entre le taux de production des biens de capital additionnels et le taux d'épargne. Mais alors, conclut M. Hayek, il lui manque la base fondamentale d'une théorie claire et définie du capital et de l'épargne.

M. Keynes ne peut nier cette lacune, ni la clarté, la solidité qu'apporterait à son œuvre une étude approfondie de l'accumulation du capital relativement au taux de consommation et aux facteurs qui déterminent le taux d'intérêt naturel. Mais il se réfugie derrière l'absence de théories réellement satisfaisantes, et refuse d'abandonner la théorie de la monnaie pour se consacrer à cette étude.

M. Hayek n'accepte pas ces échappatoires : « Nous n'avons peut-être pas de théorie du capital entièrement satisfaisante, mais les théories de Bohm-Bawerk et de Wicksell sont bien supérieures à celle sur laquelle il s'appuie (2). »

De plus, poursuit M. Hayek, son analyse du processus d'inves-

(1) « Reflections..., » *Economica*, 1931, §§ IV, V, VI.

(2) « A rejoinder », *Economica*, novembre 1931.

tissement en son ensemble est encore compliquée par une autre particularité : la cloison étanche qu'il établit entre la reproduction de l'ancien capital (traitée comme une partie de la production courante de biens de consommation) et l'addition de capital nouveau (1), alors que ces deux opérations sont déterminées par la même série de conditions, leurs prix fixés sur le même marché.

A la division horizontale habituelle entre biens de production aux étages supérieurs, et biens de consommation aux étages inférieurs, groupes à l'intérieur desquels la production est réglée par des conditions analogues, M. Keynes s'efforce de substituer une sorte de division verticale : dans ce but il retire de la production de biens d'investissement toute la production nécessaire à assurer l'entretien et la continuation de la production courante de biens de consommation, et il l'ajoute au processus de production des biens de consommation. Il en résulte une grande difficulté pour déterminer quel est le capital additionnel, et s'il comprend tout ce dont s'accroît la valeur du capital existant ou seulement les additions aux quantités physiques de biens de capital. Cette méthode devient d'ailleurs inutilisable lorsque les anciens biens de capital sont remplacés par d'autres biens par suite d'une transition à des méthodes plus capitalistiques (2).

Le défaut d'une base suffisante est particulièrement net lorsqu'il cherche à incorporer à son système la théorie de Wicksell, dont il ignore complètement les principes. Il entreprend de les retrouver dans le second volume de son traité, et, le plus remarquable, c'est qu'il redécouvre des éléments essentiels de la théorie du capital de Bohm-Bawerk (en particulier le « fonds de salaires », p. 127, II, et la relation entre la longueur moyenne du procès indirect et le montant de capital, p. 308, I). Dès lors, pourquoi n'a-t-il pas directement étudié cette théorie ?

Peut-être a-t-il donné dans son premier volume, p. 172, la plus

(1) « Je ne sépare nullement le procès de reproduction de l'ancien capital de l'addition du nouveau capital mais je regarde l'usure d'ancien capital comme « des-investissement » et son remplacement comme « investissement ». (réponse, § 5).

(2) M. Hayek néglige peut-être, répond M. Keynes, ma distinction entre le *coût* et la *valeur* d'investissement. Mais ici comme plus loin il critique aussi la conception de « quantité de capital » comme non valable parce que les différents types de biens spécifiques constituant le capital ne sont pas toujours identiques et alors sont incommensurables ; mais c'est exactement le même problème que celui de la conception de « niveau de prix » et de celle de « salaires réels » qui lui est associée, lorsqu'il y a des changements dans sa composition (Keynes, réponse, *Economica*, 1931, § 5).

claire expression de sa pensée sur l'investissement : « l'acte de l'entrepreneur qui a pour fonction d'accomplir la décision qui détermine le montant de production non utilisable, et qui consiste en l'acte positif de mettre en route ou de maintenir un processus, ou de retenir des biens liquides ; il se mesure par l'addition nette à la richesse, qu'elle prenne la forme de capital fixe, de capital de travail ou de capital liquide. « C'est peut-être une erreur toutefois d'employer « investissement » pour l'acte aussi bien que pour le résultat. Mais tandis qu'en ce passage « addition nette à la richesse » indique clairement qu'il s'agit d'un accroissement de valeur du capital existant, puisque la richesse ne peut se mesurer que comme une valeur, dans un passage précédent (p. 126) il définit l'investissement non comme l'accroissement de valeur du capital total mais comme la valeur de l'accroissement du capital durant toute période ». Cette seconde définition serait d'ailleurs difficilement utilisable car, à moins de supposer l'ancien capital toujours remplacé par des biens de même sorte (ce qui permettrait de le mesurer comme une grandeur physique), comment déterminer l'accroissement de capital autrement que comme un accroissement de la valeur du capital total ? Enfin pour ajouter à la confusion il définit p. 130 la « valeur de l'investissement » non par l'idée d'accroissement, mais comme « la valeur du total du Capital Réel et du Capital de prêt », et l'oppose au développement d'investissement qui devient « l'accroissement net des biens appartenant aux catégories diverses qui forment la réunion du Capital Réel et du Capital de prêt », tandis que la valeur de l'accroissement d'investissement devient « la somme des valeurs des biens additionnels (1). »

M. Robertson à son tour découvre quelques pages plus loin de nouvelles confusions. Il s'agit de la définition de P' , niveau de prix de l'investissement ou de la production non utilisable. En général M. Keynes désigne par ce symbole les prix des nouvelles marchan-

(1) « J'avoue, écrit M. Keynes (§ 5, 6) la confusion verbale dont il se plaint. D'après le contexte, p. 130, la définition distingue entre l'extraction (*output*) de biens de consommation (définie p. 127 et par induction p. 135) qui comprend seulement les biens de consommation finis venant au marché, de leur production (en anglais *production*) qui représente l'ouvrage accompli durant toute période sur des biens qui apparaîtront éventuellement comme biens de consommation ; mais il y a là une erreur de forme (« celle de biens de consommation » se rapportant à « extraction ou production » et non à « production » comme je l'en tendais) ».

(2) M. Keynes, « theory of money », *Economic Journal*, septembre 1931.

dises, mais en un passage essentiel (p. 140-146) un brouillard s'étend sur l'emploi d' « investissement » : tantôt il prend ce terme en son sens technique (p. 144, ligne 23, p. 145, ligne 23), tantôt au sens de valeur de Bourse (p. 142, l. 30), tantôt en un sens encore différent (p. 143, l. 18). Et il nous amène à croire qu'il ne distingue pas entre le niveau de prix des valeurs existant déjà sur le marché boursier et celui des nouvelles machines, confusion qu'il rejette plus loin avec raison.

Mais, répond M. Keynes (1), les deux conceptions impliquées en cette étude ne sont pas, comme le prétend M. Robertson, « valeurs existant sur le marché boursier » et « nouvelles machines », mais « stock existant de capital » et « capital couramment produit ». Le raisonnement suppose que les deux niveaux de prix seront gouvernés par les mêmes influences, — c'est-à-dire que l'acheteur de biens de capital n'aura aucune prévention contre le capital nouvellement produit (ce qui n'est d'ailleurs pas une hypothèse essentielle), mais n'implique pas l'identité du nouveau capital avec l'ancien en ce sens que l'accroissement courant est composé d'éléments tels qu'il apparaît comme un échantillon parfait du stock existant.

Réponse qui n'explique d'ailleurs pas les variations du concept d'investissement, mais s'attache seulement à réfuter la conclusion de M. Robertson.

Mais puisque la terminologie confuse du *Traité* empêche de définir directement le concept d'investissement, M. Hayek va tenter de le préciser *a contrario*, en étudiant la définition de la « production courante de biens de consommation », puisqu'il suffira de déduire son coût du revenu monétaire total pour déterminer le coût de l'investissement. Les difficultés que rencontre cette méthode sont tout aussi grandes qu'auparavant.

Le coût de la production courante de biens de consommation est défini p. 153 comme la différence entre les gains totaux et la partie gagnée par la production de biens d'investissement, cette dernière conçue comme « la somme de la production non utilisable et de l'accroissement des biens thésaurisés » (p. 130). Enfin il regarde « la production de biens de consommation en toute période » comme « le flot de production utilisable auquel s'ajoute l'accroissement de capital de travail qui apparaîtra comme production utilisable » : d'après M. Keynes, elle comprend donc une

(1) Dans sa réponse à M. Robertson, § 9.

partie de la production non encore utilisable, classée d'après la première définition dans les biens d'investissement. Enfin, tandis que p. 127 « le flot de biens de consommation » est considéré comme une partie de la production utilisable, à la même page « l'excès de l'accroissement aux biens inachevés sur le flot de biens finis qui s'écoule des procès productifs » (y compris par conséquent « l'accroissement de capital de travail qui apparaîtra comme production utilisable ») est classé comme « production non utilisable ».

M. Hayek en vient alors à considérer le schéma de la circulation de la monnaie tel que M. Keynes l'a présenté.

Le flot du revenu monétaire de la communauté subit une double division :

— Une partie est gagnée par les producteurs de biens de consommation, l'autre par les producteurs de biens d'investissement ;

— Une partie est dépensée en biens de consommation, l'autre épargnée.

Toute divergence entre ces deux divisions aura d'importantes conséquences.

Le choix entre biens de consommation et épargne est suivi d'un nouveau choix entre thésaurisation et investissement (ou pour employer la terminologie de M. Keynes, entre « dépôts bancaires » et « valeurs »).

Un autre facteur peut affecter la relation entre l'épargne courante et le montant de monnaie qui devient couramment utilisable à l'investissement : le système bancaire. Lorsque la demande de dépôts bancaires s'élève, les banques peuvent créer de nouveaux dépôts et en compensation acquérir les valeurs dont se détourne le public, combler ainsi la différence entre épargne courante et achat de valeurs. Au contraire, lorsqu'elles créent des dépôts au delà ou en deçà de ce qui est nécessaire, elles font apparaître une divergence entre l'épargne et l'investissement.

Les entrepreneurs reçoivent de l'argent de leurs ventes de biens de consommation et de biens d'investissement, ainsi que des emprunts qu'ils émettent. Ils ont le choix de son emploi, c'est-à-dire peuvent le consacrer à la production de biens de consommation ou de nouveaux biens d'investissement. Ce choix n'est nullement arbitraire : c'est un problème capital que d'étudier comment les changements des deux variables mentionnées ci-dessus, ainsi que du progrès technique et des variations dans les demandes relatives de biens de consommation (dans la mesure où leur produc-

tion exige plus ou moins de biens de production) modifient l'attrait relatif de ces deux types de production. Seule une théorie complète du capital permet de résoudre ce problème.

L'idée que l'on peut distinguer entre production de biens d'investissement et production de biens de consommation est d'après M. Hayek une source d'erreur : le choix s'exerce seulement sur les différentes productions de biens d'investissement, suivant la date plus ou moins éloignée où elles donneront naissance à des biens de consommation. Le processus d'investissement consiste surtout à produire un outillage différent et plus efficace pour remplacer l'ancien dans la production courante de biens de consommation. Accroître l'investissement n'implique pas nécessairement qu'à tout moment on emploiera davantage de facteurs originaires dans la production de biens d'investissement, mais signifie seulement que les nouveaux processus engagés, en raison de leur plus longue durée, seront tels que, au bout de quelque temps, une moindre proportion de production prendra la forme « utilisable », et une proportion plus grande sera « non utilisable », par rapport aux anciens processus. Accroître l'investissement n'implique pas davantage que cette part de la dépense totale en facteurs de production, qui n'est pas nouvel investissement mais seulement remplacement du capital usé, deviendra elle-même utilisable au bout de la durée habituelle.

CHAPITRE III

Les équations fondamentales.

L'emploi de formules est une source de difficultés nouvelles. En effet, M. Keynes a besoin, pour expliquer les variations des niveaux de prix, de symboles susceptibles de représenter les quantités physiques de biens achetés, en plus des symboles qui indiquent des valeurs monétaires. Il résout la difficulté en choisissant ses unités de quantité de façon telle que « dans l'année de base, le coût unitaire de production soit le même pour les biens de capital que pour l'ensemble de la production ». Le chapitre II de la première section a étudié les critiques de MM. Hansen et Tout, et les corrections que M. Keynes crut devoir apporter à sa conception primitive.

Mais bien des doutes subsistent encore après ses explications. Le fait que ces unités sont basées sur une relation existant à une date de base arbitrairement choisie les rend absolument impropres, suivant l'avis de M. Hayek (1), à expliquer tout procès dynamique. Tout changement dans la proportion des productions de biens de consommation et d'investissement (ces termes pris suivant le sens qu'il leur donne) est lié aux variations quantitatives des biens des deux types que l'on peut produire à un coût donné ; mais si, par suite d'un tel changement, les coûts relatifs des biens de consommation et d'investissement se modifient, il est vain de prétendre les mesurer en unités produites à coût égal à une date de base. Pour éviter de verser dans cette erreur, il s'écarte de ses définitions : c'est ainsi qu'il traite $\frac{ER}{O}$ comme identique à $E-I'$ et $\frac{EC}{O}$ comme identique à I' durant les périodes de changement — ce qui ne serait le cas que si ses unités de quantité étaient déterminées par une sorte de « coût réel » va-

(1) Cf. « Reflections », *Economica*, 1931, § 7.

riable, et non par l'égalité du coût monétaire à la date de base.

1^o *Equation fondamentale* : De l'équation $E - S = PR$, du type Fisher (équation qui égale le flot de monnaie consacré à l'achat d'une sorte de biens durant une période avec le flot de biens de cette espèce qui devient utilisable à l'achat), il tire $P = \frac{E}{O} + \frac{I' - S}{R}$, qui montre bien l'effet des variations dans la distribution d'un revenu donné entre épargne et consommation, mais moins bien les changements qui interviennent dans les fluctuations sur courte période. Par exemple si l'on suppose que de l'argent est mis en circulation par voie de *dole* (1), la consommation est accrue, mais le revenu (au sens de M. Keynes : salaires des facteurs de production) restant inchangé, l'Equation est inutilisable. Si elle subsiste dans le cas le plus important, lorsque le revenu et la production non utilisable s'accroissent parce que l'on dispose de monnaie additionnelle pour employer davantage de facteurs de production dans la production de capital de travail, la conclusion que l'on peut en tirer, suivant laquelle un changement de cette sorte commence par affecter le second terme, n'est valable que si ce changement s'effectue sans que soit mise en jeu la « loi des profits décroissants » : dans le cas contraire E s'accroît plus que O et le premier terme s'élève.

D'autre part l'emploi des divers symboles n'est pas non plus exempt de critiques. Notamment $\frac{E}{O}$, « taux monétaire des salaires effectifs », englobe l'intérêt versé au capital. Mais quel sens attacher à ce concept si l'on inclut le capital parmi les facteurs de production (2), et si on suppose par hypothèse que son montant et par conséquent sa productivité varient ? Si les unités qui mesurent O sont en un certain sens des unités de coût, l'intérêt ne restera pas dans la même relation avec le coût de production des biens de capital que la rémunération des autres facteurs de production avec leur coût (3).

Par ailleurs M. Keynes tend à identifier « salaires effectifs des facteurs de production » et « salaires ouvriers effectifs » (*Treatise*,

(1) Secours au chômage.

(2) Cf. M. Keynes, *Treatise*, t. I, p. 211.

(3) L'intérêt est-il véritablement une partie du « taux des salaires effectifs ? » insiste à nouveau M. Hayek dans « a rejoindre ». S'il l'est, comment parvenir à la moyenne entre les salaires de capital et les autres facteurs ? Dans le cas contraire, où l'intérêt entre-t-il dans l'analyse de Keynes ?

p. 135, 153, 166). En ce qui concerne les salaires ouvriers, ce concept a certainement un sens s'il désigne par là (comme à la page 166) le salaire aux pièces. Mais même si l'on accorde qu'il en est ainsi dans tous les contrats de travail, il n'en découle nullement que les salaires effectifs égalent $\frac{E}{O}$ tant que les contrats subsistent. Les taux aux pièces ne se rapportent qu'à un groupe de production, et jamais à l'ensemble de la production. Si celle-ci s'accroît parce que l'organisation du processus de production a été améliorée, les taux aux pièces des ouvriers restant les mêmes, il peut se faire que $\frac{E}{O}$ change, sans variation correspondante du taux des salaires monétaires. On ne peut concevoir un contrat où les gains des facteurs de production des étages supérieurs varieraient avec leur contribution à la production du dernier étage. Le concept E ne représente que le coût moyen de production de quelques unités plus ou moins arbitrairement choisies (p. 136), variant avec le prix des unités des facteurs aussi bien qu'avec les changements de l'organisation de production, donc avec les prix relatifs des facteurs aussi bien qu'avec leur prix moyen : en le baptisant « taux de salaires » M. Keynes donne l'impression fautive que sa grandeur n'est déterminée que par les contrats passés avec les facteurs.

Enfin, ajoute M. Hayek dans *a rejoindre*, l'investissement a pour caractère que le produit obtenu par une dépense effectuée en une période sera souvent vendu en une autre période de longueur différente : E , coût de la production courante, ne sera pas forcément identique à E , revenu courant. Comment M. Keynes en tient-il compte dans ses équations ?

2° *Equation fondamentale* : $\pi = \frac{E}{O} + I - S$. Pour établir cette identité M. Keynes part de $\pi = \frac{PR + P'C}{O}$, le plus grand truisme de la théorie de la valeur de la monnaie, d'après M. Robertson (1) : aussi lui faudra-t-il chercher ailleurs les forces qui déterminent le terme essentiel P' (niveau de prix de l'investissement), — l'une d'où résulte la faiblesse de l'ensemble de cette étude.

C'est ainsi que, p. 136, il écrit sur la relation entre P (niveau de prix des biens de consommation) et P' (2) : « le niveau de prix des

(1) « M. Keynes' theory of money », § 3-4, *Economic Journal*, septembre 1931.

(2) Cette question sera examinée plus à fond au chapitre VII.

biens de consommation est entièrement indépendant du niveau de prix de l'investissement », — ce qui est vrai en ce sens limité que chacun de ces deux niveaux de prix dépend immédiatement du flot de biens, et du flot de monnaie qui se consacre à leur achat. Il atténue d'ailleurs ce jugement sommaire : ainsi, p. 143, où il admet que les biens de consommation et le flot de monnaie qui les achète seront influencés par le niveau de P' , et, p. 152, où il range parmi les conditions d'équilibre de P l'égalité de S avec I ($= PC$), valeur de C , et non pas seulement avec son montant.

M. Keynes oublie que C a une nature composée et qu'il comprend, d'après sa définition, aussi bien les accroissements au capital de travail que les nouvelles machines ou « biens de capital » : ainsi lier P' au taux d'intérêt n'a de sens qu'en ce qui concerne les nouvelles machines. La notion de niveau de prix des accroissements au capital de travail est quelque peu illusoire.

Il arrive à M. Keynes d'identifier pratiquement le niveau de prix du capital de travail et le niveau de prix des matières premières en gros, mais son interprétation la plus naturelle du « niveau de prix des accroissements du capital de travail », c'est d'en faire le coût de production des additions au total des biens en procès, par hypothèse invariable : la valeur et le coût de cette partie de C seront donc nécessairement identiques.

Sens des équations fondamentales :

Quels avantages prétend tirer M. Keynes de ces formules laborieusement établies : y voit-il de simples truismes, plus commodes peut-être que ceux précédemment connus, ou révèlent-elles à ses yeux des forces que les anciennes méthodes ne parvenaient pas à dégager ?

C'est ainsi, note M. Robertson (1), que M. Keynes écrit : « Les degrés de changement dans la quantité de monnaie, les vitesses de circulation, le volume de la production ne pourront être liés par une relation définie et prévisible, avec le degré de changement du niveau de prix de la production » (*Treatise*, I, p. 147) : les anciennes équations ne sont même plus des truismes, mais des erreurs (2) !

(1) « M. Keynes'... », § 2.

(2) « Le passage que cite M. Robertson, répond M. Keynes, n'est nullement incompatible avec les équations de Fisher, car deux des variables que je mentionne (volume et niveau de prix de la production) n'apparaissent pas chez Fisher qui considère seulement le volume et le niveau de prix des transactions.

Mais bien plus essentielle que cette boutade de M. Robertson, la controverse, qui s'engagea à ce sujet entre M. Hayek et M. Keynes (1), dégagait l'intérêt véritable de cette nouvelle méthode d'études des phénomènes monétaires.

Dans la description de la circulation monétaire que donne M. Keynes, un changement spontané peut apparaître en trois points :

— Le taux d'épargne peut varier, c'est-à-dire la division du revenu monétaire total ;

— Ou le taux d'investissement, c'est-à-dire les directions relatives des facteurs de production ;

— Ou bien les banquiers peuvent transmettre aux investissements plus ou moins que la partie des épargnes qui n'a pas été directement investie, mais convertie en dépôts bancaires.

Dans le premier cas la différence entre l'épargne et le coût d'investissement représente le profit (positif ou négatif) réalisé dans la production de biens de consommation et provoquera un changement de production, en s'associant à un effet inverse sur la production de biens d'investissement — (à condition qu'aucune fluctuation de type 3 ne s'y superpose) — : les pertes dans une branche compensent les profits dans l'autre, les profits totaux restent nuls et la transition se poursuit jusqu'à ce que s'effacent profits et pertes.

Il en sera exactement de même des variations de type 2. Seul le changement de type 3 entraînera l'apparition de profits totaux.

M. Hayek accorde provisoirement à M. Keynes la possibilité d'une divergence entre l'épargne et l'investissement et se contente de noter que si l'on investit plus que l'on épargne, cela équivaut à une addition de monnaie à la circulation industrielle. Le total des profits, élément essentiel du second terme des Equations, est donc égal à l'addition nette à la circulation effective (et inversement). Les causes monétaires travaillent à changer le niveau de prix, et M. Keynes estime que le mérite principal des équations est d'isoler ce facteur.

Les Equations prétendent démontrer que le pouvoir d'achat de la monnaie (ou niveau général des prix) ne déviara de l'équilibre (c'est-à-dire du coût moyen de production par unité) que si l'ou

J'ai cherché à montrer que les anciennes notions quantitatives ne pouvaient nous conduire au niveau de prix de la production car il pourrait changer alors que toutes les variables, ou quelques-unes au moins, resteraient inchangées. »

(1) Cf. « Reflections »... § 8-9, et la réponse de M. Keynes, § 2-3.

I est différent de S. Il importe de s'en souvenir et de ne pas se laisser entraîner à croire qu'il en est ainsi de tout changement du niveau de prix, et non pas seulement des changements relatifs au coût de production (I, 158), ou à admettre que ce sont les contrats passés avec les facteurs, et non le coût de production (ou « taux monétaire des salaires effectifs ») qui déterminent l'équilibre (*Treatise*, I, p. 138).

D'ailleurs M. Hansen (1) va plus loin : d'après lui cet avantage des équations est purement illusoire, ces formules ne sont que des truismes. De la définition de E il résulte que le second terme ne peut refléter qu'un changement de prix, sans en dégager la cause (2). Par exemple, si les entrepreneurs subissent des pertes, il découle de la position de M. Keynes que les pertes sont des épargnes, que leur apparition a pour effet d'entraîner un excès d'épargne et avec lui un déséquilibre du second terme. Mais en ce cas l'excès d'épargne reflète seulement la chute des prix. Pour analyser les causes de la chute, il faudrait étudier les causes du déséquilibre des prix et des coûts, plutôt que les décisions relatives à l'épargne.

En réponse à ces critiques, la position de M. Keynes est claire (*Treatise*, I, p. 152) : « La norme d'équilibre à longue période du pouvoir d'achat de la monnaie est constituée par le taux monétaire des salaires effectifs des facteurs, tandis que le pouvoir d'achat véritable oscille autour de ce niveau d'équilibre suivant que le coût d'investissement est supérieur ou inférieur aux épargnes... J'ai cherché à démontrer comment cette remarque éclaire la façon dont se passent réellement les fluctuations du niveau de prix, qu'elles résultent d'oscillations autour d'un équilibre constant ou d'une transition d'un équilibre à l'autre. Donc, suivant que le système bancaire laisse le taux d'investissement dépasser ou rester en dessous du taux d'épargne, le niveau de prix (si l'on élimine tout changement spontané du taux des salaires effectifs) s'élève ou s'abaisse. »

De ce texte il résulte, remarque M. Hayek, que les Equations isolent parmi les changements du niveau de prix ceux qui naîtront d'une telle divergence.

Par endroits il semble induit en erreur par ce terme de « taux monétaire des salaires effectifs des facteurs », par lequel il sim-

(1) « Annual survey of business cycle theory », *Econometrica*, avril 1933.

(2) Ce point a déjà été étudié dans le chapitre I de cette section.

plifie le coût monétaire de production. Pourquoi, tant que le second terme de l'Equation est nul, c'est-à-dire en état d'équilibre, le mouvement du niveau de prix dépendrait-il du type dominant de contrat passé avec les facteurs ? Tant que E reste inchangé, le niveau de prix sera déterminé seulement par le montant de facteurs de production utilisables et par leur efficacité, c'est-à-dire par les deux facteurs qui affectent la production totale. Tout son raisonnement sur ce point semble fondé sur l'hypothèse que la seule raison qui amènera les entrepreneurs à changer les contrats existants, c'est l'apparition de profits à la suite d'un changement du second terme. Mais en réalité, il faudra les modifier à la suite d'une variation de l'efficacité ou du montant des facteurs de production utilisables, à moins de changement du second terme. La différence entre M. Keynes et M. Hayek semble résider, d'après ce dernier, dans le fait que M. Keynes croit possible d'adapter le montant de monnaie en circulation à ce qui est nécessaire pour maintenir les contrats existants, sans pour cela renverser l'équilibre entre l'épargne et l'investissement. Mais ceci est impossible à réaliser dans l'organisation monétaire moderne, où tous les changements dans la quantité de monnaie résultent d'une divergence entre les prêts aux entrepreneurs et le montant de l'épargne. « Si des changements spontanés du taux de salaires, prétend M. Keynes, nécessitent une offre de monnaie qui n'est pas compatible avec les idées de l'autorité bancaire ou avec son pouvoir, dans son effort pour redresser la situation elle mettra en jeu des influences qui renverseront l'équilibre épargne-investissement et inciteront les entrepreneurs à modifier leur offre aux facteurs de production de façon à contrecarrer les changements spontanés des taux de salaires » (*Treatise*, I, p. 167). M. Hayek estime plutôt qu'il ne serait possible d'adapter l'offre de monnaie aux nouveaux besoins qu'en renversant l'équilibre épargne-investissement. M. Keynes admet plus loin la possibilité d'accroître l'offre de monnaie suivant l'augmentation de production, sans renverser cet équilibre : mais peut-on justifier que les entrepreneurs n'emploieront pas ces crédits additionnels au nouvel investissement ? et même s'ils les utilisent uniquement à financer la production accrue, cela n'équivaudrait-il pas à un nouvel investissement en attendant que les produits additionnels arrivent au marché ?

Faute de distinguer entre un coût unitaire de production stable, des contrats stables avec les facteurs et un coût total stable ($= E$ invariable), M. Keynes lie deux choses sans rapport : le

maintien d'un niveau de prix qui couvre les coûts alors que les contrats passés avec les facteurs de production sont plus ou moins rigides, le maintien de l'équilibre entre l'épargne et l'investissement. Mais lorsque la quantité de monnaie ne change pas, c'est-à-dire lorsqu'il n'y a pas de divergence entre I' et S , non seulement le pouvoir d'achat de la monnaie mais son *labour power*, et par conséquent les contrats, devraient varier avec la production totale.

L'importance indéniable de la divergence entre I' ou I et S ne dépend pas de son influence sur les fluctuations du niveau de prix, qu'elles soient absolues ou bien de simples oscillations autour d'un point d'équilibre que déterminent les contrats passés avec les facteurs.

M. Keynes suit Wicksell dans son essai d'établir un lien direct entre la divergence $I - S$ (ou entre le taux d'intérêt naturel et le taux monétaire) et les mouvements de prix, mais c'est sur ce point que Wicksell a été trop ambitieux.

La réponse de M. Keynes (1) : Keynes cite deux passages de la critique de M. Hayek qui prouvent à quel point celui-ci s'est fourvoyé :

« Si l'on investit plus que l'on épargne, cela *équivaut à une addition de monnaie à la circulation industrielle et le total des profits*, élément essentiel du second terme des Equations, *est donc égal à l'addition nette à la circulation effective (et inversement)* (2). »

« La différence entre nous semble résider dans le fait que M. Keynes croit possible d'adapter le montant de monnaie en circulation au montant qui est nécessaire pour maintenir les contrats existants, sans pour cela renverser l'équilibre entre l'épargne et l'investissement. Mais ceci ne peut être réalisé dans l'organisation monétaire moderne où *tous les changements dans la quantité de monnaie résultent d'une divergence entre les prêts aux entrepreneurs et le montant de l'épargne* (3). »

« Les passages soulignés dans la première citation sont très loin de mon traité : je nie moi-même ces propositions qu'il m'attribue, et auxquelles il croit d'après la seconde citation et ce passage de *Prices and production* : « Pour que l'offre et la demande de capital réel soient égales, les banques ne doivent pas prêter plus ou moins que ce que les épargnants ont déposé chez elles :

(1) Cf. « The pure theory of money », *Economica*, novembre 1931.

(2) § 8.

(3) § 9.

ce qui signifie qu'elles ne doivent jamais changer le montant de leur circulation. En même temps, pour que le niveau de prix reste inchangé, le montant de monnaie en circulation doit varier avec le volume de production. Les banques pourraient, soit maintenir la demande de capital réel dans les limites de l'offre d'épargne, soit garder le niveau de prix constant (1). »

« Pourquoi dès lors s'en prendre à ma terminologie ? Il soutient, et semble impliquer que je le suis sur ce point, qu'un acte d'expansion monétaire, qu'il s'agisse d'un transfert de dépôts actifs ou d'un accroissement de la quantité de monnaie, est non seulement une source possible d'excès d'investissement — mais qu'elle est nécessairement cause d'excès — et que son montant mesure l'excès d'investissement, donc le montant de profits (à mon sens). »

« Où a-t-il découvert dans mon livre cette théorie, et comment la justifie-t-il pour son compte ? » répond M. Keynes. Si l'on suppose la quantité de monnaie constante, la théorie de M. Hayek aboutirait donc à mesurer l'excès d'épargne par l'accroissement de dépôts inactifs, théorie que M. Keynes attribuait à « quelques lecteurs » dans sa réponse à M. Robertson (2).

A vrai dire, M. Keynes avoue qu'en rédigeant le début du *Traité*, il croyait lui-même à quelque chose de ce genre : le jour où il abandonna cette idée marqua un point décisif dans l'élaboration de sa doctrine. Toutefois des traces peuvent en subsister encore. Par ailleurs il reconnaît qu'il est difficile à ceux qui ont vécu avec les notions Quantité-de-monnaie, Vitesse-de-circulation, d'admettre que M. Keynes leur propose une nouvelle méthode, et non une version légèrement différente des anciennes notions.

Mais il reste qu'un économiste aussi compétent, poursuit M. Keynes, n'aurait pas dû quitter *Treatise on money* avec l'idée qu'il y est soutenu que la différence entre épargne et investissement pourrait se mesurer par les variations de la quantité de monnaie, corrigées ou non par les variations de la vitesse de circulation ou du volume de production ou du nombre de changements de mains des produits intermédiaires.

M. Keynes nie ce qui constitue la base de la théorie de M. Hayek, d'après la citation de *Prices*.

D'abord les entrepreneurs peuvent obtenir de l'argent, par prêts

(1) *Prices and production*, p. 23.

(2) Cf. *Economic Journal*, septembre 1931.

bancaires, émissions de valeurs, ventes d'actif, qu'ils emploieront soit à combler des pertes, soit à de nouveaux investissements, et on ne peut distinguer entre ces divers motifs en s'attachant seulement à la quantité de monnaie (1). Puis lorsque l'on vend à une banque des valeurs en échange de l'ouverture d'un compte, et si la banque au lieu de compenser cette transaction accroît seulement les dépôts, la quantité de monnaie augmente sans que varie l'épargne ou l'investissement.

La théorie de M. Robertson était d'abord, en gros, la même que celle de M. Hayek et se ramenait à ceci :

L'épargne « volontaire » trouve toujours sa voie en investissement (*Prices*, p. 45), parce que lorsque l'épargne augmente, du même coup s'accroît le pouvoir d'achat consacré aux « produits intermédiaires » (ce que M. Keynes appelle « biens d'investissement » et M. Robertson « machines ») (2). Si le système bancaire étend l'offre de monnaie, l'investissement peut profiter de ces fonds additionnels et excéder l'épargne volontaire, et inversement. Ainsi le déséquilibre entre l'épargne et l'investissement résulte nécessairement du système bancaire. M. Hayek en vient même à supposer dans certains passages de *Prices* que l'excès d'investissement est égal aux changements subis par la quantité de monnaie. Il en résultera une « épargne forcée » du public. Par conséquent : « une transition à des méthodes de caractère plus ou moins capitaliste peut résulter de changements dans le volume de l'épargne volontaire (ou de son contraire) ou de variations du volume de monnaie qui modifient le fonds dont disposent les entrepreneurs pour acheter des biens de production » (*Prices*, p. 45). Mais seul l'abandon par le système bancaire de sa « neutralité » peut renverser l'équilibre épargne-investissement.

(1) « Rien n'apparaît dans les équations de quantité de la relation entre prix des biens d'investissement et des biens de consommation : elles ont trait aux niveaux de prix de la production totale, des transactions totales. La thésaurisation du public échappe autant à leur contrôle que la quantité totale de monnaie et pour les mêmes raisons : son état d'esprit est déterminé par le prix des actifs non liquides qui résulte de la création d'une quantité donnée de monnaie — aussi est-il essentiel de distinguer les forces qui déterminent la quantité de thésaurisation (banquiers) et la tendance à la thésaurisation (public). Ce que n'indiquent pas les anciennes équations car elles ne montrent pas comment la relation épargne-investissement influence le niveau de prix des biens passant à la consommation » (réponse de M. Keynes à M. Robertson).

(2) M. Hayek implique que ce pouvoir d'achat accru doit être dépensé en produits intermédiaires nouvellement produits mais de plus qui n'auraient pas été produits pour cela.

Par conséquent, pour M. Hayek, le flot de pouvoir d'achat de la monnaie se compose des revenus des facteurs de production auxquels s'ajoute la nouvelle monnaie créée par le système bancaire (en dehors de celle qui est nécessaire pour compenser les variations des vitesses de circulation ou du nombre de changements de mains des produits intermédiaires). Il se divise entre biens de consommation et biens de production. Si l'épargne s'accroît, une partie du pouvoir d'achat consacré aux biens de consommation se détourne vers les biens de production. Les premiers subissent une baisse de prix ; quant aux seconds on ne peut savoir exactement si d'après lui leurs prix s'élèvent, ou si la quantité produite s'accroît, ou si leur production nouvelle est d'une espèce différente. Il en résulte que, si l'on veut éviter les cycles, le système bancaire doit maintenir inchangée la quantité effective de monnaie.

A l'opposé de la théorie de M. Hayek, M. Keynes soutient que l'épargne et l'investissement (tels qu'il les définit) peuvent diverger sans que le système bancaire se soit départi de sa « neutralité », par le seul fait que le public modifie son taux d'épargne, que les entrepreneurs changent leur taux d'investissement, et qu'il n'y a pas de mécanisme automatique pour les garder égaux, quoi qu'en pense M. Hayek. Et, contre M. Robertson et M. Hayek, M. Keynes soutient que lorsque le niveau de prix varie par suite d'un changement survenu dans la relation épargne-investissement, les coûts de production étant inchangés, la quantité d'actifs ou de pouvoir d'achat reste la même, mais il s'opère un transfert, d'abord de pouvoir sur de l'agent, puis de possession d'actifs après que les détentions de monnaie se sont adaptées. Peut-être, estime M. Keynes, M. Hayek n'a-t-il pas saisi exactement le sens de l'équation $S + Q = I$, d'où il découle que si l'on comprend les Profits dans le Revenu, l'Epargne étant l'excès de ce Revenu sur la dépense en consommation, il y a identité entre Epargne et valeur d'Investissement : il semble ne pas concevoir cette identité, et pourtant se dérobe à définir les deux termes en conséquence. Ni M. Hayek, ni M. Robertson, qui critiquent ma définition de l'« épargne », ne l'ont définie de façon plus précise (ainsi que signifie « épargne volontaire » dans *Prices*, p. 45?). N'est-il pas moins paradoxal d'exclure les profits du revenu que de les y inclure : car, selon ces deux économistes, — étant donné la valeur de la production courante de biens d'investissement, — le revenu de la communauté dépend du montant d'épargne !

Nouvelles remarques de M. Hayek (1) :

Ainsi M. Keynes estime qu'un excès d'épargne apparaît lorsque l'on emploie une partie de l'épargne à combler des pertes au lieu d'investir. Dans le cas le plus simple, où un entrepreneur qui ne peut gagner son salaire normal restreint sa dépense (c'est-à-dire épargne, d'après M. Keynes) et continue à payer les mêmes coûts de production courante qu'auparavant, ces « épargnes » ne conduisent pas à un investissement correspondant. Si cela résulte de la définition du concept, cela n'explique pas l'apparition de l'excès d'épargne ou des pertes. Dire que l'excès d'épargne engendre les pertes, ou l'inverse, n'a pas de sens. Il existe seulement une sorte de déséquilibre, qui résulte de l'hypothèse que les entrepreneurs subissent des pertes, mais rien ne prouve que la cause non spécifiée de ces pertes sera éliminée si le système bancaire comble la différence épargne-investissement en prêtant à l'investissement. Et, ce qui est pire, cette description de la relation entre « profits », « monnaie » et « investissement » n'explique nullement comment peuvent surgir des « profits », différence entre épargne et investissement, tant que la quantité effective de monnaie reste constante : comment peut-elle apparaître en ce cas, cette différence entre recettes et dépenses totales des entrepreneurs, qui est, d'après Keynes, la seule source, des profits totaux ? En réalité la seule raison qui leur permettrait de faire des profits, au sens ordinaire, serait une variation dans la valeur du capital existant — ce que M. Keynes néglige.

Quel est le sens réel de l'emploi d'une partie des épargnes courantes à combler des pertes dans la production de biens de consommation ? Comment justifier que, — quoique cette production soit moins profitable, et la production des biens d'investissement plus attrayante en raison de la chute du taux, — les productions des deux types se poursuivent suivant la même proportion ? Lorsqu'il soutient qu'il n'y a pas de mécanisme automatique dans le système économique qui garde égaux les taux d'épargne et d'investissement, ne pourrait-il étendre cette assertion avec tout autant de raison à l'idée générale qu'il n'y a aucun mécanisme automatique susceptible d'adapter la production à tout autre changement de la demande ? A-t-il réfléchi à la fonction du taux d'intérêt dans une société sans système bancaire ?

(1) « A rejoinder », *Economica*, novembre 1931.

CHAPITRE IV

La théorie du taux bancaire (1).

Selon M. Keynes :

« Si le système bancaire contrôle les termes de crédit de façon à égaliser l'épargne et la valeur du nouvel investissement, le niveau de prix moyen de la production est stable et correspond au taux moyen de rémunération des facteurs... Booms et dépressions traduisent simplement les résultats d'une oscillation des termes de crédit autour de leur position d'équilibre » (*Treatise*, I, p. 184) : ce qui pose le problème de la théorie du taux bancaire. Le concept fondamental qui domine la position de M. Keynes, c'est l'idée même de Wicksell : il existe un taux d'intérêt naturel ou taux d'équilibre, auquel le nouvel investissement correspond à l'épargne courante. Mais l'identité avec Wicksell n'est que verbale : une différence fondamentale sépare M. Keynes de Wicksell par suite de la définition spéciale qu'il donne de l'épargne et de l'investissement (2).

Le trait caractéristique de la définition que donne M. Keynes de la déviation qui vient séparer le taux à court terme du taux naturel, c'est qu'elle peut survenir indépendamment d'un changement dans la quantité de monnaie effective. A vrai dire s'il a besoin de cette proposition (cf. ch. III), il n'en donne nulle preuve, et aux points critiques, semble suggérer que ce qui permet cette divergence, c'est la variation de l'offre de monnaie (3).

(1) Cf. Hayek : « Réflexions », *Economica*, février 1932, § 11-12.

(2) « J'ai défini le taux naturel, écrit Keynes dans sa réponse, en le rapportant au taux qui égalise à tout moment l'épargne et l'investissement, d'après la psychologie du marché (en tenant compte des erreurs possibles) et sans égard aux prévisions sur la permanence ou l'instabilité du taux d'investissement dominant : on pourrait l'appeler « taux naturel à court terme », tandis que la méthode de M. Hayek pourrait convenir pour analyser certaines conditions déterminant le « taux naturel à long terme ».

(3) En certains passages cette hypothèse est explicite (*Treatise*, t. II, p. 198) car lui-même croyait à quelque chose de ce genre, de son propre aveu. Cf. le chapitre précédent de cette thèse.

Dans son analyse de la doctrine traditionnelle, il distingue trois lignes de pensée, dont on peut négliger la seconde. M. Hayek admet que, dans la première, le taux bancaire est considéré seulement comme un moyen de régler la quantité de monnaie bancaire, et dans la troisième comme « susceptible d'influencer le taux d'investissement, et peut-être, pour Wicksell et M. Cassel, de l'influencer par rapport aux taux d'épargne » (p. 190). Mais il n'y a pas nécessairement conflit entre les deux théories, lui-même s'en rend compte p. 197 : dans les conditions du système monétaire actuel, les variations du montant de monnaie en circulation résultent principalement des variations des prêts bancaires, et d'autre part la monnaie ainsi prêtée est employée surtout à l'investissement ; il en résulte que toute addition à l'offre de monnaie que ne compensera pas un changement inverse de la vitesse de circulation provoquera un excès correspondant d'investissement sur l'épargne, et inversement (1).

Mais M. Robertson se sépare d'Hayek sur ce point ; d'après lui, tandis que Wicksell soutient que si le taux d'intérêt du marché était inférieur au taux naturel, les prix s'élèveraient jusqu'à ce qu'il se redresse, pour M. Cassel au contraire, par suite du stimulant à l'investissement (au sens de M. Keynes), le marché se trouverait saturé et le taux naturel s'abaisserait jusqu'au niveau du taux du marché. Et il reproche à M. Keynes de raisonner tantôt comme Wicksell (*Treatise*, I, p. 198) tantôt comme M. Cassel (I, p. 208).

Tandis que pour Wicksell et M. Keynes la constance des prix indique la coïncidence des deux taux, pour M. Hayek et son école cette coïncidence ne s'obtient que par une baisse inversement proportionnelle à l'accroissement physique de la production. Dans les deux cas, l'on s'éloigne de l'idée de taux naturel pour s'attacher aux effets, susceptibles d'être observés, des politiques de crédit sur les prix réels par rapport aux coûts réels et sur la conduite des entrepreneurs. C'est ainsi que Wicksell le premier en est arrivé à penser qu'un seul et même taux d'intérêt peut assurer ce double but : égaliser épargne et investissement, et garder constant le niveau général des prix. M. Keynes après lui, pour découvrir un index plus empirique de l'équilibre entre l'offre et la demande

(1) « Présentant la doctrine de Wicksell, il rattache les cycles à l'intérêt différentiel puis dans le volume II dit que le taux naturel ne révèle que les mouvements de longue période » (Ellis : *German monetary theory*, partie IV, ch. xvii, § 2).

de capital, choisit le taux qui garde le niveau de prix constant (p. 155, 196).

D'après M. Hayek, Wicksell attribuait la possibilité d'une divergence entre le taux du marché et le taux d'équilibre à l'« élasticité du système monétaire », c'est-à-dire aux variations du montant de monnaie en circulation.

Comment une discordance entre le taux bancaire et le taux d'équilibre affectera-t-elle le prix de la production autrement qu'en modifiant le volume de monnaie ? Nulle part dans son traité cette question n'est résolue, faute d'une théorie satisfaisante des effets d'un changement du taux d'équilibre. D'ailleurs souvent on ne peut distinguer s'il parle des effets de tout changement du taux bancaire, ou seulement des effets d'une divergence avec le taux du marché.

La partie de cette étude qui a soulevé le plus de critiques, c'est le résumé de l'influence d'un changement du taux bancaire sur l'investissement ou plutôt sur la valeur du capital fixe — puisqu'il substitue, pour une raison inconnue, ce concept au précédent.

« Le seul effet immédiat, direct, d'un changement du taux bancaire, sera que la production du capital fixe sera désormais capitalisée au nouveau taux d'intérêt » (*Treatise*, I, p. 202). Mais M. Robertson (1) l'accuse d'exagérer beaucoup l'influence que le taux d'intérêt peut exercer à court terme sur le prix des machines, par rapport à une hausse de prix de leur production ou à une chute de leur coût de fonctionnement (2). Et il s'étonne des « phrases curieuses » par lesquelles M. Keynes laisse croire qu'il nie que le taux bancaire modifie le prix des machines en agissant sur le flot monétaire que le public consacre à leur achat et qu'il regarde plutôt son action comme arithmétique et mécanique : d'après lui, les variations de la demande de ces biens affecteraient non le prix, mais la quantité qui est achetée au prix mathématiquement fixé. Ce qui constitue sûrement une erreur, car P' , comme les autres niveaux de prix, c'est la résultante du choc du flot de monnaie qui se consacre à l'achat des biens d'in-

(1) *Economic Journal*, septembre 1931.

(2) Il est curieux, note M. Robertson, que M. Keynes, si soucieux de montrer que P et P' bougent dans des directions plutôt semblables qu'opposées, écrive, page 281, « que les producteurs de biens d'investissement fassent des profits ou subissent des pertes, cela ne dépend pas des profits ou des pertes des producteurs de biens de consommation ».

vestissement, et du flot de ces biens, La place du taux d'intérêt est parmi les facteurs qui affectent la grandeur du flot de monnaie (1).

De même M. Hayek voit dans cette capitalisation de la production du capital fixe au nouveau taux d'intérêt un effet de l'abondance ou de la rareté de moyens de production utilisable à l'investissement par rapport à la demande de ces moyens, exactement comme le taux d'intérêt lui-même.

Un changement du taux bancaire, modifiant cette abondance ou rareté relative, modifie aussi le prix de demande des services du capital fixe : si ce changement du taux bancaire amène une divergence avec le taux d'équilibre, la valeur du capital fixe n'en subira l'influence que dans la mesure où varie le montant de monnaie utilisable à l'investissement.

Si M. Keynes néglige ce fait évident, c'est qu'il peut difficilement voir le jeu d'un changement du taux d'intérêt s'il omet la part jouée par le capital circulant qui coopère avec le capital fixe. La théorie anglaise d'une façon générale insiste à l'excès sur la distinction entre capital fixe et circulant, qui est tout au plus une

(1) M. Robertson remarque que sa préoccupation de lier le taux au prix des biens le conduit à une erreur :

P. 211 il nie toute influence d'un changement du taux bancaire sur la production totale : « une réduction générale des coûts ne stimulera aucun accroissement de production puisque les revenus des consommateurs équivalents aux coûts de production seraient réduits d'autant... le crédit plus facile provoquerait seulement le passage à d'autres formes de production où l'intérêt est un coût relativement important ». C'est commettre une double erreur :

— il confond le coût unitaire et le coût total : si la demande totale de biens, en général, est élastique et si le système monétaire répond à cette élasticité, une chute du coût d'intérêt mènera à une augmentation de la rémunération monétaire totale des facteurs, y compris ceux dont le taux de rémunération a été abaissé.

— M. Keynes ignore l'accroissement immédiat du volume de monnaie bancaire qui s'associe normalement à l'abaissement du taux et qui, utilisé par les entrepreneurs à de nouveaux capitaux de travail, devient revenu (Cf. son chapitre xx).

Un changement du taux bancaire, spécialement du taux à long terme, aura un effet plus ou moins grand suivant les branches de production. Mais la raison particulière que donne M. Keynes de son inefficacité nécessaire sur l'ensemble de la production est fausse et incompatible avec la plus grande partie de son analyse.

M. Keynes dans sa réponse reconnaît que le passage critiqué est peu satisfaisant. Il a traité trop isolément les effets d'un changement du « pur » taux d'intérêt par rapport à l'ensemble de sa théorie. Comme biens de capital qu'affectent les mouvements de ce taux, il pense aux maisons, chemins de fer... plutôt qu'aux machines qui y sont beaucoup plus insensibles.

distinction de degré, et ce fait contribue sans doute à expliquer combien peu satisfaisante est sa théorie du capital. On peut noter aussi que la négligence du capital de travail conduit à un exposé inexact du degré et de l'uniformité de l'effet produit par un changement du taux d'intérêt : en prétendant que ce changement n'exerce aucune influence sur la production de capital fixe, l'on ignore son effet sur la distribution du capital circulant. Une fois réalisé un investissement en capital fixe, la production obtenue varie beaucoup suivant le montant de capital circulant qui vient coopérer avec le capital fixe. Tout changement de taux modifie la mesure dans laquelle il est profitable d'employer du capital circulant, aux différents étages de la production, suivant la durée de la période d'investissement. Donc la production et le prix du capital fixe varieront lorsque variera le prix du capital de travail complémentaire, différemment suivant les étages.

Ce qui détermine le changement de prix du capital de travail, c'est le montant de moyens susceptibles d'être utilisés à l'investissement en toutes sortes de biens de capital (« produits intermédiaires »), durables ou non : lorsque ces moyens s'accroissent, la productivité marginale de tout investissement ultérieur de capital tend à s'abaisser, c'est-à-dire à diminuer les marges de profits entre les prix des produits intermédiaires et ceux des produits finis en élevant les premiers par rapport aux seconds. Si M. Keynes néglige ces inter-relations, c'est qu'il ne distingue pas très nettement entre le rapport brut et le rapport net du capital fixe. S'il avait étudié les effets du changement de taux sur le rapport net, il aurait vu que l'effet sur le capital fixe n'est ni direct ni uniforme, et se serait rappelé la tendance à l'égalité qui existe entre le rapport net monétaire du capital réel et le taux d'intérêt. Le procès de capitalisation à un taux d'intérêt donné signifie alors simplement que, tant que l'on peut obtenir de l'argent à un taux d'intérêt inférieur aux taux de rapport du capital existant, la monnaie empruntée sera consacrée à l'achat de biens de capital jusqu'à ce que leur prix s'élève, leur taux de rapport s'abaissera alors jusqu'au taux d'intérêt ; et inversement.

CHAPITRE V

L'excès d'épargne (1).

En état d'équilibre, deux courants de monnaie rayonnent du public : A à travers les biens de consommation vers leurs producteurs, B à travers les valeurs vers les producteurs de nouvelles machines : ainsi se résume, pour M. Robertson, la circulation monétaire. Si le désir d'épargner s'accroît, sans que la thésaurisation varie, un petit courant de monnaie se détourne de A vers B, les prix des biens de consommation s'abaissent tandis que les producteurs de nouvelles machines réalisent des profits équivalents. Si quelque anicroche surgit dans le courant B, comme c'est le cas fréquemment, c'est que le désir de thésauriser aura varié. Mais M. Keynes, à l'opposé, soutient que si A décroît par suite d'un excès d'épargne sur le coût de nouvel investissement, il n'y aura pas nécessairement un accroissement égal de B, sans que la thésaurisation ait varié pour cela. Et cette divergence d'opinion des deux auteurs n'est qu'un cas particulier d'une divergence générale sur le caractère des forces qui déterminent le niveau de prix des biens d'investissement. A la différence de ses prédécesseurs qui ne distinguaient que le désir de thésauriser, M. Keynes distingue l'action de deux facteurs susceptibles de gaspiller l'épargne par une chute de prix : le facteur « excès d'épargne » et le facteur « tendance à la baisse ».

La position de M. Keynes se caractérise d'abord par le fait qu'il refuse toute signification particulière à la hauteur ou aux mouvements du taux d'épargne — au moins l'affirme-t-il ! — pour ne s'attacher qu'à son égalité avec le taux d'investissement. Puis par sa conception de l'épargne : les restrictions de consommation des entrepreneurs qui subissent des pertes, ou leurs emprunts pour les combler, doivent pour que soit maintenue l'égalité entre

(1) Pour ce chapitre, cf. M. Hayek : « Reflections », *Economica*, février 1932, § 13, et M. Robertson, *Economic Journal*.

l'épargne et l'investissement, amener un montant correspondant de *nouveau capital* (1).

Cette conception particulière de l'épargne explique sans doute pourquoi, abandonnant son idée première, il en vient à suspecter presque tout accroissement de provoquer un excès sur l'investissement, et par conséquent il s'attache surtout aux mouvements absolus du taux d'épargne.

Par ce dernier point il rejoint les théories de sous-consommation, comme le remarque M. Durbin (2). D'après cette économiste, rien dans les Equations fondamentales ne suggère qu'un accroissement d'épargne même si l'investissement s'élève au même degré, ne provoquera pas l'apparition de pertes nettes dans la production de biens de consommation. En effet, tandis que son coût reste le même, elle s'échangera contre un montant de monnaie moindre. Une hausse du taux d'épargne en elle-même amènera donc des pertes dans la production de biens de consommation, diminuera (ou tout au moins n'accroîtra pas) le taux d'investissement, et ainsi créera à elle seule la condition dans laquelle il y aura probablement excès d'épargne.

Examinant la position de M. Keynes d'un autre point de vue, M. Hayek cherche à dégager le processus qui se développe lorsque le public commence à épargner. D'abord l'on vend moins de biens de consommation au prix en vigueur. Les vendeurs, plutôt que de vendre à perte, préféreront sans doute voir s'accroître temporairement leurs stocks — et, en même temps qu'ils agissent dans leur propre intérêt, ils réalisent inconsciemment ces stocks de biens de consommation qui sont nécessaires pour permettre au désir d'épargner de se traduire dans la réalité (3).

Ils pourront sans doute quelque temps après disposer de ces biens au prix antérieur. Au contraire, s'ils préfèrent produire à plein rendement et vendre à perte, avec l'espoir de voir la demande se relever, ils devront compenser les pertes qu'ils subiront par des emprunts ou des ventes, ou bien en puisant dans leurs crédits bancaires, ou bien encore par la restriction de leurs

(1) La terminologie de M. Keynes, notamment en ce qui concerne l'épargne, a fait l'objet de maintes critiques qui ont été passées en revue précédemment.

(2) *Purchasing power and trade depression*, ch. IV.

(3) Il est nécessaire d'accumuler un stock suffisant pour combler la brèche qui s'écoule entre le temps où les derniers produits du procès plus court sont consommés et le moment où les premiers produits du nouveau procès plus capitaliste arrivent au marché.

dépenses : d'après M. Keynes, dans chacune de ces hypothèses l'investissement restera inférieur à l'épargne, parce qu'une partie des épargnes s'emploie à combler des pertes et non au nouvel investissement.

L'excès d'épargne ne permet pas aux revenus totaux d'acheter la production entière à des prix qui couvrent les coûts, Mais M. Hayek nie que ce soit le cas.

La difficulté de ce problème réside en partie dans l'absence de clarté du concept d'« investissement », dans l'ouvrage de M. Keynes (1). Les pages où il donne de ce concept des définitions si différentes sont celles-là mêmes où il conclut que si P décline par suite d'un excès d'épargne sur l'investissement, même si la tendance à thésauriser reste constante, il n'y aura pas toujours de hausse compensatrice de P', et par conséquent π pourra s'abaisser (page 145).

En quoi, d'après M. Robertson, M. Keynes a étendu à tort au terme π un raisonnement qui aurait été parfaitement valable pour P : et cela parce que nulle part il n'a appliqué à P' le concept de M. Fisher (d'un flot de monnaie qui en un temps donné rencontre un flot de biens) qu'il a appliqué à P dans sa première équation. Il en résulte ce paradoxe que P peut tomber, P' rester inchangé, sans que varie la thésaurisation — paradoxe qu'il ne peut réaliser qu'en permettant inconsciemment aux deux courants monétaires de se dissocier. Mais revenons sur ce problème avec plus de détails :

On peut distinguer 2 cas :

1^o Les producteurs de biens de consommation qui voient leurs recettes diminuer par suite de l'épargne nouvelle s'efforcent de combler leurs pertes en empruntant ou en vendant des éléments de leur actif. Le revenu tiré de cette branche de production reste donc le même (2). Et d'autre part, note M. Hayek, le revenu monétaire total sera le même que lorsqu'une somme égale aux nouvelles épargnes s'emploie à de nouveaux investissements, sous cette condition que l'excès d'épargne sur ce qui a été prêté ou payé aux entrepreneurs soit employé à l'investissement. Lorsque l'entrepreneur vend des valeurs, on pourrait dire que la chute de prix résulte du fait que la monnaie épargnée parvient aux produc-

(1) Cf. le chapitre II de la même section de cette thèse.

(2) M. Hayek estime comme Keynes que la réduction des « balances bancaires » a le même effet qu'un accroissement de consommation.

teurs de consommation par des opérations sur les valeurs de Bourse et non par des achats de biens de consommation, d'où il résulte une diminution du flot monétaire consacré à l'achat de biens (1). Lorsqu'il emprunte, les épargnes qui viennent combler ses pertes ne permettent aucun accroissement de l'équipement, mais seulement parce que l'on suppose que l'entrepreneur consomme son capital et de ce fait annule toute épargne nette. Puisqu'en définitive, le revenu n'excède pas les salaires nets des facteurs de production, il n'y a aucune raison d'investir de nouveaux capitaux dans la production (2).

2^o Les producteurs de biens de consommation restreignent leurs dépenses afin de maintenir leur capital. Pour M. Keynes, ce sera simplement une tentative de transmettre la perte à d'autres pour la supporter en définitive. Il suppose que la production reste inchangée, qu'il n'y a donc pas de chômage.

Mais M. Robinson (3) qui s'efforce [par ailleurs de le défendre] signale le point faible de son argumentation. M. Keynes a démontré que le prix des biens d'investissement ne s'élève pas en le supposant par hypothèse (4) : le contraire se soutiendrait tout aussi bien. S'ils s'élevaient, en effet, il n'y aurait pas de pertes nettes et de même sous toute autre hypothèse, l'offre totale de capital est égale à sa demande totale, lorsqu'elles se rencontrent sur le marché.

M. Keynes semble croire que lorsque les entrepreneurs restreignent leurs dépenses, ils diminuent ainsi la demande des biens qui en faisaient l'objet, et que cette diminution s'ajoute à la diminution initiale qui a eu pour origine l'accroissement d'épargne : pour prévenir des troubles dans la situation économique, des prêts accrus des banques devraient permettre de nouveaux investisse-

(1) Lorsque M. Keynes prétend justifier que la divergence peut apparaître sans variation de la circulation effective, il invoque, parmi d'autres, une raison exacte : une partie des épargnes peut être absorbée de façon permanente par le marché des valeurs et ne pas conduire à un nouvel investissement correspondant. Mais il soutient par ailleurs que la variabilité absolue des *business-deposits* *B* n'est que faible par rapport à la quantité de monnaie, et nie que la spéculation puisse absorber une partie appréciable du crédit. Aussi pourrait-on ignorer cette raison s'il n'avait paru y attacher, dans sa réponse à M. Robertson, une importance assez grande.

(2) D'ailleurs la production de biens de consommation se poursuit au même taux et aucun facteur n'est libéré pour la production de biens d'investissement.

(3) *Economica*, 1933 : « a parable on saving and investment ».

(4) L'analogie des profits avec « la jarre de la veuve », des pertes avec « le tonneau des Danaïdes » est basée sur cette hypothèse que l'investissement demeure inchangé (*Treatise*, p. 139.)

ments additionnels. Pour M. Hayek au contraire les revenus dérivés des productions de biens consommables diminuent seulement en proportion du déclin initial de la demande. On peut d'ailleurs distinguer, pour plus de clarté, entre deux hypothèses :

— si malgré ses pertes, l'entrepreneur continue à investir dans la même branche de production, son sacrifice est vain, il subit une nouvelle perte qui est égale à l'ancienne. En ce cas, la restriction de ses dépenses constitue, d'après M. Keynes, une « épargne », par un abus de langage évident. On a vu plus haut que ceci n'explique ni l'apparition de l'excès d'épargne ni celle des pertes, mais constate seulement que ces deux termes sont identiques par définition. Prétendre que l'excès d'épargne est la source des pertes des entrepreneurs c'est énoncer, d'après M. Hayek, au même titre que l'affirmation inverse, une proposition absolument dépourvue de sens. Par l'hypothèse de pertes des entrepreneurs, M. Keynes a supposé au début une sorte de déséquilibre, mais il n'y a aucune raison pour que la cause originaire des pertes soit éliminée si le système bancaire comble la différence entre l'investissement et l'épargne par des prêts à l'investissement ;

— pour rendre effectifs non seulement l'effort que fait l'entrepreneur pour maintenir son capital mais aussi l'épargne initiale, la production de biens de consommation doit être réduite de façon à libérer les facteurs de production nécessaires au nouvel investissement.

Comment pourrait-on justifier le contraire, c'est-à-dire que les productions des deux sortes se poursuivent dans la même proportion qu'auparavant alors que la production de biens de consommation s'est révélée moins profitable, et que la chute du taux d'intérêt accroît l'attrait de la production de biens d'investissement ?

M. Keynes soutient qu'il n'existe pas de mécanisme automatique susceptible de garder égaux l'épargne et l'investissement, mais il pourrait étendre cette assertion à l'adaptation de la production à tout autre changement de la demande. Il ne semble pas avoir réfléchi à la fonction du taux d'intérêt dans une société sans système bancaire.

En résumé, tenter de provoquer artificiellement un investissement qui corresponde à « l'épargne » nécessaire au maintien de l'ancien capital, c'est donner naissance aux conséquences qui découlent de tout essai d'élever l'investissement par rapport à l'épargne nette : l'inflation, l'épargne forcée, les fausses directions de la production, la crise enfin.

D'ailleurs son hypothèse *a priori* que l'épargne accrue (et la chute du taux d'intérêt qui en découle) n'a aucun effet sur la production courante de biens d'investissement, est tout à fait arbitraire. Lorsque l'épargne s'accroît et que rien n'empêche l'investissement de la suivre, seuls des facteurs monétaires tels que la thésaurisation ou des variations dans la quantité de monnaie, pourraient empêcher ce changement survenu dans l'épargne d'exercer une influence directe de même sens sur le taux d'investissement. En admettant même que ceci puisse ne pas se produire, pourquoi le revenu total (profits compris) tomberait-il par suite d'épargne ? On a vu que lorsque les producteurs en perte combinent ces pertes par emprunts et produisent au même taux, le revenu total ne diminue pas.

Dans le cas proposé par M. Keynes, l'épargne accrue provoque la chute du niveau général des prix, car il implique que la monnaie non dépensée en consommation est injectée à un étage supérieur pour maintenir la production et les prix, bien que les demandes relatives à la partie consommable de la production aient diminué ; par conséquent nulle part ne pourra surgir un accroissement de la demande, nulle part ne s'élèveront les prix pour compenser la baisse des biens de consommation. Mais ce n'est vrai que si l'on suppose tout d'abord avec lui que les entrepreneurs investissent comme précédemment et, dans la mesure où ils ne compriment pas leurs coûts, attirent les épargnes vers leurs productions en leur offrant des conditions plus avantageuses que les producteurs de biens de capital. Supposer que l'on ne trouvera pas d'investissements plus profitables que dans les industries de biens consommables, c'est négliger totalement le rôle que joue le taux d'intérêt. Son erreur provient sans doute du fait qu'il traite l'intérêt du capital comme une part du « taux des salaires effectifs des facteurs », et à ce titre le considère comme déterminé par les contrats : si les capitalistes reçoivent le même gain partout, les revenus des entrepreneurs sont seuls affectés.

Le plus curieux, remarque M. Hayek, c'est que son raisonnement qui tend à prouver qu'une divergence peut apparaître entre l'épargne et l'investissement se fonde sur l'hypothèse que la production utilisable n'est pas atteinte par la diminution de la demande de biens consommables : c'est supposer ce qu'il veut prouver (1). Dans sa « réponse à Robertson » il admet qu'il ne s'est

(1) Une note précédente se référait à la même remarque de M. Robinson.

pas soucieux dans le détail de ce qui se produirait en cas de restriction de production : cela semble surprenant puisqu'il désire prouver que les changements rendus nécessaires par l'accroissement d'épargne ne se produiront pas. Donc, conclut M. Hayek, en aucun cas nous ne verrons apparaître ces effets qu'il attribue à une divergence entre l'épargne et l'investissement (ces termes étant pris en leur sens habituel), c'est-à-dire, essentiellement, un déséquilibre entre le revenu total et le coût total. Il n'y a donc aucune raison pour que l'on cherche à maintenir l'équilibre entre l'épargne et le nouvel investissement (au sens de M. Keynes).

Défense de M. Keynes (1).

Supposons donc que la thésaurisation ne varie pas, que tous les revenus sont couramment dépensés en biens de consommation ou valeurs, les épargnes pourront-elles toujours aboutir à des investissements ?

Lorsqu'en partant de « l'équilibre » l'épargne volontaire s'accroît, la demande de biens de consommation s'effondre au profit de la demande de valeurs, et s'il en résulte une chute de prix des premiers, d'après M. Keynes il n'en découle pas forcément une hausse des cours des valeurs.

Notons tout d'abord avec M. Robinson que M. Keynes manque de précision sur le lien qui existe entre les cours des valeurs et les prix des nouveaux biens d'investissement, car il y a évidemment une relation étroite entre les deux : si le prix du capital existant ne s'élève pas, on ne peut attendre une hausse du nouveau capital et de ce fait un accroissement de valeur de l'investissement.

C'est en répondant à M. Robertson (2) que M. Keynes précisa sa position envers ce problème. Il résume ainsi la critique de cet économiste :

M. Robertson ne pense pas qu'un excès d'épargne entraîne nécessairement une augmentation de volume des « dépôts inactifs » ou de thésaurisation (en d'autres passages il semble distinguer les deux termes), mais, à moins que l'excès d'épargne ne s'associe

(1) La réponse de M. Keynes aux critiques de M. Hayek et de M. Robertson est extrêmement difficile à suivre — et perd beaucoup de sa force — parce qu'il mélange sans cesse les deux facteurs qu'il prétend distinguer, « excès d'épargne » et « tendance à la thésaurisation ».

(2) *Economic Journal*, septembre 1931.

à un accroissement de thésaurisation, un flot de monnaie égal à cet excès d'épargne se consacrera à l'achat de biens d'investissement : les recettes des producteurs d'investissement courant s'accroîtront, leurs profits compenseront les pertes des industries de richesses consommables. Objection dont M. Keynes dispose d'abord par une boutade : si les producteurs de biens de consommation font face à leurs pertes par des ventes de valeurs avant que les épargnants n'aient acheté des valeurs, il en résultera une chute de prix des biens d'investissement ; leur niveau de prix dépend donc de la rapidité au téléphone des deux groupes !

Admettons comme M. Robertson que les épargnants disposent de leurs épargnes avant que les entrepreneurs n'aient eu le temps de pourvoir à leurs pertes (ce qui est impossible en un sens, puisque ces opérations sont simultanées : mais admettons une rapidité différente de décision). M. Robertson semble croire que ces fonds se consacreront à l'achat d'actifs non liquides nouvellement produits et que ces actifs non liquides seront les seuls sur le marché, de sorte que leur prix de vente s'accroîtra de la valeur de l'excès d'épargne. C'est se tromper sur la nature du marché du capital. Les prix des actifs non liquides ne sont pas affectés directement par le montant produit mais par celui qui vient au marché : si l'offre des biens de consommation dépend de la production courante, les cours des valeurs dépendent du montant offert au marché par leurs détenteurs, et s'élèvent très peu. Il importe donc de ne pas négliger l'offre, sous l'influence de la théorie quantitative : une variation du flot de biens qui arrive au marché est aussi essentielle qu'une variation du courant de monnaie. Mais ce processus a une fin ; tôt ou tard les cours des valeurs devront varier avec la demande, et avec eux le nouvel investissement, remarque M. Robinson. La hausse dépendra de ce que M. Keynes nomme la « tendance à thésauriser » (1).

Il viendra un moment où les producteurs de biens de consommation devront faire face à leurs pertes par des ventes de valeurs. Si les cours se sont élevés, ils s'abaisseront à nouveau à leur niveau antérieur, à moins que ne diffèrent les « tendances à thésauriser » des épargnants et des entrepreneurs : ce niveau ne peut être modifié que par une variation du volume des dépôts inactifs

(1) Les prix des biens d'investissement, ajoute M. Keynes, devront s'élever assez pour pousser les détenteurs d'actifs non liquides à en abandonner, suivant leur tendance à thésauriser, en échange d'une partie de l'excès d'épargne.

ou un changement de la « tendance totale à thésauriser » (1). Par conséquent, peu importe l'ordre des transactions : en aucun cas l'objection de M. Robertson n'est valable.

Le point essentiel, que nie M. Robertson, c'est qu'un excès d'épargne ne modifie nullement la quantité d'actifs ou de pouvoir d'achat, transfère seulement un droit sur de l'argent, puis la possession d'actifs une fois que les détentions de monnaie ont eu le temps de s'adapter. Les montants d'actifs liquides ou non restant inchangés, à moins d'une variation de la tendance à thésauriser, rien ne peut modifier l'évaluation des uns par rapport aux autres, c'est-à-dire le prix des actifs non liquides.

M. Keynes suppose la production courante de biens de consommation parfaitement inélastique en ce sens qu'il ne se soucie pas des réactions des producteurs en perte qui pourraient les conduire à restreindre leur production ; à l'opposé ses adversaires invoquent une élasticité parfaite qui permettrait son adaptation presque immédiate aux modifications de la demande. M. Robinson estime que la vérité se trouve entre ces affirmations opposées. Il est probable que sur une courte période l'offre sera partiellement inélastique (2).

Ainsi l'épargne doit toujours trouver une issue : tantôt elle s'investira et l'équilibre restera intact, tantôt elle sera compensée par réductions d'épargne ou par ventes de valeurs. Si l'on supprime par hypothèse la possibilité d'accumuler les nouvelles épargnes sous forme de thésaurisation, il devra y avoir égalité entre les achats de valeurs et le montant net d'épargne, mais dans la mesure où le nouvel investissement ne suffirait pas à fournir ces valeurs, sa différence sera comblée par les pertes des producteurs de biens de consommation.

Telle est, en face des objections, la position de M. Keynes. Le problème reste en suspens, faute d'argument décisif. Le défaut du raisonnement de M. Keynes, c'est apparemment de faire intervenir après l'avoir exclu par hypothèse, la « tendance à thésauriser » pour expliquer les variations de l'offre des biens d'investissement. Il est à craindre que ce ne soit surtout les artifices d'un raisonnement d'apparence implacable mais où se glisse l'erreur

(1) Un changement de production affecte la demande de dépôts « actifs » et peut donc, suivant l'attitude du système bancaire, influencer l'offre de thésaurisation.

(2) Cf. partie II, section II, ch. 1.

sans qu'il soit toujours possible de la saisir exactement (1), qui lui permettent de soutenir brillamment contre les critiques une théorie qui semble paradoxale plus que réellement fondée.

(1) La confusion interne et l'absence de cohésion entre elles des critiques de M. Hayek et M. Robertson, sans parler des interventions de M. Durbin et surtout de M. Robinson qui contribuent encore à brouiller le débat, ne sont pas sans faciliter considérablement la défense de M. Keynes.

CHAPITRE VI

La spéculation à la baisse.

La seconde cause de divergence entre l'épargne et l'investissement, M. Keynes la voit dans un changement qui intervient dans la circulation effective. S'il semblait jusqu'à présent exclure cette possibilité, c'est que son hypothèse ne visait qu'une variation de la quantité de monnaie : or il s'agit ici d'une variation de la vitesse de la circulation, de son efficacité.

L'épargnant peut créer un « excès d'épargne » en économisant au delà de ce qui est nécessaire un nouvel investissement (cf. le précédent chapitre), mais il peut aussi thésauriser son épargne : ce que M. Keynes nomme le facteur « baissier à l'excès ».

Ce n'est pas une thésaurisation d'espèces qui intervient, mais de dépôts bancaires. Peu d'économistes surent noter comme M. Keynes que l'on détient une grande partie de l'argent dont on se sert sous forme de dépôts bancaires, et qu'il est par conséquent inutile de porter les épargnes à la banque ; il suffit de les y laisser s'accumuler. De plus il faut remarquer que lorsque grandit le volume des comptes courants, le désir ou le pouvoir qu'ont les banques de prêter ne se développe pas proportionnellement. Le problème se complique du fait de la différence qui existe entre les pourcentages de réserve pour les différents comptes : transférer de l'argent d'un compte « à vue » où la réserve bancaire est de 9 % à un compte « à terme » où elle est seulement de 3 % libère $\frac{2}{3}$ des réserves de la banque pour le premier compte et permet l'ouverture de nouveaux crédits. Robertson (1) en particulier mit en relief ce fait qui rend très difficile toute solution à ces problèmes de thésaurisation.

§ 1. — *Position de M. Keynes.*

M. Keynes analyse en détail les causes qui conduisent à préférer la thésaurisation à l'investissement ou l'inverse, et par suite

(1) « M. Keynes' theory of money », *Economic Journal*, septembre 1931.

est conduit à étudier les relations entre le crédit bancaire et le marché des valeurs (1). Mais l'exposé de sa théorie (*Treatise*, chapitre x, § 3 — chapitre xv) reste très confus : il est nécessaire de compléter son livre par sa « réponse à M. Robertson » (2). Dans son enquête sur les motifs qui inspirent les décisions des individus, il s'efforce d'éclaircir la part que joue la thésaurisation dans le cycle : il ne suffit pas de décider d'épargner, il faut décider quelle forme prendra son épargne, biens de capital ou valeurs, *savings-deposits* ?

Mais le sens même du mot « thésaurisation » reste très vague dans *Treatise*, aussi M. Keynes, lorsque M. Robertson le félicite d'y voir un des traits dominants de la dépression, n'accepte-t-il pas cet éloge sans remords et juge bon de préciser sa position.

On peut concevoir la thésaurisation comme un accroissement des dépôts inactifs, ou une plus grande tendance à thésauriser, ou un excès d'épargne sur l'investissement. M. Robertson, d'après M. Keynes, semble parfois se rattacher au premier sens, adopter ainsi l'interprétation erronée qu'il prête à quelques lecteurs (3), pour lesquels un excès d'épargne s'accompagne nécessairement d'un égal accroissement de dépôts inactifs. Il en résulte donc une chute de vitesse qui entraîne une chute des prix. Un excès d'épargne serait dès lors impossible tant que le système bancaire garderait constant l'excès des dépôts totaux sur les dépôts actifs. Mais ceci est inexact : le volume de ceux-ci dépend seulement de la rapidité avec laquelle le système bancaire crée les dépôts totaux, par rapport aux demandes de dépôts actifs.

M. Keynes distingue :

- le volume de *savings-deposits* ou « dépôts inactifs »
- la courbe des préférences des possesseurs de capital pour les *savings-deposits* par rapport aux autres actifs (c'est-à-dire leur choix entre les actifs liquides ou non). L'abscisse indique la thésaurisation et l'ordonnée le prix des actifs non liquides par rapport aux actifs liquides (monnaie thésaurisée) (4). Cette courbe représente le degré de « tendance à la baisse » ou mieux, la

(1) Pour l'exposé détaillé de la théorie de M. Keynes, se reporter à la 1^{re} section de cette 2^e partie (ch. III, § 2, ch. VII).

(2) *Economic Journal*, septembre 1931.

(3) Et notamment à M. Hayek, comme on l'a vu précédemment, au ch. III.

(4) Pour simplifier il suppose que tout changement de quantité des actifs non liquides dans la période considérée est faible par rapport à leur quantité totale. Sans cette hypothèse il faudrait recourir à une famille de courbes.

« tendance à thésauriser ». *Treatise* ne fait pas une distinction suffisamment nette entre cette courbe et le volume de dépôts inactifs : ce qui fixe le choix entre les actifs liquides ou non, c'est non seulement la « tendance à thésauriser » mais aussi le prix des actifs non liquides. Si, comme semble le supposer M. Robertson, la décision de détenir des dépôts oisifs ne dépendait pas du prix des autres actifs, le système bancaire pourrait, par une politique d'*open-market*, modifier le volume de monnaie.

— un changement dans la courbe de la « tendance à thésauriser ».

La quantité de thésaurisation variant avec le prix des biens d'investissement, M. Keynes pense que le volume de *savings-deposits*, le premier de ces trois éléments, est déterminé par le système bancaire puisqu'il est égal à l'excès de la monnaie bancaire sur ce qui est nécessaire aux dépôts actifs. Si le public et les entrepreneurs désirent épargner sous une forme liquide, en *savings-deposits*, les banques peuvent accroître le volume de ces dépôts et en compensation acheter les valeurs dont on se détourne. Ce volume de *savings-deposits* ne peut donner aucune idée de la « tendance à thésauriser », encore moins du degré auquel l'épargne excède l'investissement.

La thèse de M. Keynes sur le prix des actifs non liquides est la suivante : étant donné la quantité de dépôts inactifs qu'offre le système bancaire d'une part, la tendance à thésauriser de l'autre, ce prix doit être tel qu'il y ait égalité entre ce que le public désire thésauriser à ce niveau de prix, et les dépôts inactifs que crée le système bancaire. Il est donc fonction à la fois de la quantité de dépôts inactifs et de la tendance à thésauriser, sans être directement affecté par le prix des biens de consommation.

Toutefois le niveau de prix des richesses consommables exerce une double réaction sur les deux facteurs qui déterminent le prix des actifs non liquides :

a) Lorsque le niveau de prix des biens de consommation varie, cette variation aura tendance à produire un mouvement opposé de la tendance à thésauriser, puisqu'elle modifie l'attrait de la possession d'instruments ou de stocks de biens de consommation par rapport à l'attrait des actifs liquides.

b) Cette fluctuation d'autre part peut impliquer un changement de même direction du volume de dépôts actifs. Si le système bancaire désire que le volume des dépôts totaux reste constant, il s'ensuivra une variation opposée du volume des dépôts inactifs.

Mais le prix des biens de consommation est influencé à son

tour par le changement de prix des actifs non liquides, car la variation des produits peut affecter en sens inverse le montant épargné par ceux qui bénéficient d'un profit (1).

Les tendances du volume de *savings-deposits* et du prix des actifs non liquides, lorsque ces deux éléments réagissent sur les prix des biens de consommation, sont de faire bouger les prix des actifs non liquides et des biens de consommation dans une même direction — contrairement à l'opinion de M. Robertson suivant laquelle les niveaux de prix des biens de consommation et d'investissement se déplacent dans des directions opposées (2). Il se peut que la courbe de la « tendance à thésauriser » suive une direction opposée, mais c'est un phénomène sans doute négligeable, et de plus cela suppose que le système bancaire a pour règle de maintenir constant le volume de dépôts totaux, tandis que M. Keynes dans son raisonnement suppose qu'il n'applique cette politique qu'aux dépôts inactifs.

D'après M. Keynes, la cause primaire de la dépression, c'est l'excès d'épargne sur l'investissement, que vient aggraver ensuite l'accroissement de la tendance à thésauriser. L'augmentation des dépôts inactifs ne surviendra que si le système bancaire s'efforce de dissiper la dépression. Si la quantité de monnaie est constante, cette augmentation peut être — parce qu'elle reflète une diminution des dépôts actifs — un symptôme de dépression : mais l'action du système bancaire pour les diminuer n'aboutit qu'à aggraver la dépression.

§ 2. — Critiques de M. Hayek (3).

La terminologie de M. Keynes demeure confuse : il désigne la

(1) Enfin on pourrait ajouter qu'un changement de prix des biens de consommation peut :

— affecter l'investissement par variation du montant de stocks liquides en suspens, facteur peu important qui diminue seulement la grandeur du mouvement de P.

— affecter le montant d'épargne.

(2) MM. Hansen et Tout dans *Econometrica* d'avril 1933 tentent de concilier M. Keynes et M. Robertson.

D'après ces économistes, les prix des biens de production et de consommation varient :

— en directions opposées si l'on suppose d'abord une hausse du taux d'intérêt (par changement de *time preference*) puis une offre de monnaie fixe.

— dans la même direction si l'offre de monnaie varie.

Ainsi, à moins de changement de la quantité de monnaie effective, la hausse des prix des biens de consommation se résout en une chute de prix des biens de production.

(3) Cf. Hayek : « Reflections... », février 1932, *Economica*, § XIV-XV.

thésaurisation tantôt par « dépôts bancaires », tantôt par « actifs liquides », tantôt par « monnaie thésaurisée ». Il appelle l'« investissement », « valeurs » ou « actifs non liquides », et les comptes courants prennent le nom de « dépôts actifs ». Ceux qui ne croient pas à la hausse des valeurs placent leur argent en *savings-deposits* B et constituent la « position baissière » : ceci est très clair mais il n'en est plus de même lorsqu'il définit son concept « préférence pour *savings-deposits* » ou « degré de tendance à la baisse » ou « tendance à thésauriser ».

Les banques ont, d'après lui, le pouvoir d'affecter la relation entre l'épargne courante et ce qu'on utilise couramment à l'investissement. Lorsque la demande de dépôts bancaires s'élève, elles peuvent créer les dépôts additionnels nécessaires en échange des valeurs dont on se détourne, combler ainsi la différence entre l'épargne courante et les achats de valeurs. Par contre si elles créent des dépôts à un degré qui diffère des besoins, leur intervention constitue un nouveau facteur de divergence entre l'épargne et l'investissement.

M. Keynes suppose que le système bancaire peut déterminer le montant de *savings-deposits* : « étant donné le volume de *savings-deposits* qu'il a créé, le niveau de prix des biens d'investissement (anciens ou nouveaux) n'est plus déterminé que par la disposition du public en ce qui concerne la thésaurisation de la monnaie (1). »

La conclusion se déduit de deux hypothèses toutes deux très contestables, que la demande de valeurs dépende directement de leur prix présent, que le système bancaire a le pouvoir de déterminer le volume de *savings-deposits* :

— Dans l'élaboration de son concept « tendance à thésauriser », il ne se base plus sur l'attente du prix futur des valeurs mais sur leur prix présent (2), en supposant que dans certaines limites, en une situation donnée, toute chute de leurs cours diminue la « tendance à thésauriser », c'est-à-dire fortifie l'attente d'une

(1) M. Hayek lui reproche aussi ses considérations obscures et contradictoires sur la relation qui lie les prix des biens d'investissement et les cours des valeurs : tantôt comme dans *Economica* il les considère comme identiques ; tantôt il nie qu'il y ait rapport étroit entre eux (p. 249 : « le prix des valeurs ne dépend pas étroitement, sur une courte période, du coût de production ou du prix du nouveau capital fixe »).

(2) *Economic Journal*, 1931, p. 412 ; *Treatise*, p. 250.

hausse ultérieure — ce qui est très contestable car la chute des cours provoquera une certaine défiance.

— La seconde hypothèse est plus difficile à réfuter. Elle est fondée sur une hypothèse préalable, à savoir que le montant de monnaie (ou « dépôts ») que nécessite la circulation industrielle est déterminé indépendamment des conditions de prêt du système bancaire : s'il crée des dépôts en excès, ceux-ci seront nécessairement thésaurisés sans qu'en soit affectée la circulation industrielle (1).

Cette position ne peut se soutenir, et de plus, vient contredire le reste de son raisonnement.

Comment le système bancaire peut-il garder constant le volume de *savings-deposits* si le public joue à la hausse et réduit ses *savings-deposits* pour acheter des valeurs ? Réduire le taux stimulerait la spéculation à la hausse. Et comment peut-il influencer l'investissement si les dépôts qu'il crée en excès des besoins industriels deviennent inactifs ?

§ 3. — *M. Keynes précise à nouveau sa théorie et répond aux critiques* (2).

M. Keynes affirme une fois de plus, contre M. Robertson, qu'une expansion de l'épargne par rapport à l'investissement n'est pas susceptible, en elle-même, d'accroître le pouvoir d'achat qui se consacre aux actifs non liquides. A la fin de la période les épargnants bénéficieront d'une richesse plus grande, pourront choisir entre les actifs liquides ou non, et à l'inverse les producteurs de biens de consommation auront un même choix à exercer pour faire face à leurs pertes : en dehors des répercussions qu'il peut exercer sur les tendances à thésauriser des épargnants et des entrepreneurs, donc sur la tendance à thésauriser dans son ensemble, l'excès d'épargne n'aura aucune relation directe avec le prix des actifs non liquides. Il n'en aura pas davantage avec le volume de dépôts inactifs, sauf dans la mesure où le système bancaire peut subir l'influence d'un changement des *business-deposits* dans la détermination des dépôts totaux et modifier le volume de dépôts inactifs. De même aucune variation de la « tendance à thésauriser » n'est capable en elle-même de modifier le volume de *savings-deposits*.

(1) *Economic Journal*, 1931, p. 413.

(2) Cf. sa réponse à M. Robertson, *Economic Journal*, 1931.

M. Keynes avoue qu'il y a une lacune dans son raisonnement lorsqu'il essaie de démontrer que le prix des biens de consommation par rapport à leur coût dépend uniquement de l'excès d'épargne, et les prix des biens d'investissement uniquement du volume de *savings-deposits* en conjonction avec la « tendance à thésauriser ». Il aurait dû ajouter, reconnaît-il, que ceci n'implique pas que les prix des biens d'investissement soient incapables de réagir sur l'excès d'épargne et de ce fait sur le prix des biens de consommation, ou que les prix des biens de consommation ne puissent à leur tour réagir sur le volume de *savings-deposits* ou sur la « tendance à thésauriser » et ainsi sur le prix des biens d'investissement. Mais il reste que leur influence réciproque doit jouer, dans un cas à travers l'excès d'épargne, dans l'autre à travers le volume de *savings-deposits* ou la « tendance à thésauriser ».

§ 4. — *Remarques de M. Robinson (1).*

M. Keynes suppose que quelques membres de la communauté — ni nouveaux épargnants ni producteurs de biens de consommation — possèdent des valeurs qu'ils jettent sur le marché lorsque les cours s'élèvent à un niveau qu'ils estiment exagéré. M. Robertson (2) se lance dans un raisonnement compliqué sur la suite des événements dans le temps.

L'idée d'une classe de « spéculateurs » distincte est évidemment une simplification très poussée des conditions de la vie réelle, mais si elle est erronée, il ne pourrait y avoir de transactions boursières : si tous jouaient en même temps à la hausse ou à la baisse, les cours varieraient de l'infini à zéro. Ces spéculateurs sont seulement des détenteurs de valeurs qui sont prêts à les vendre lorsque les cours s'élèvent suffisamment.

Ceci explique les références un peu mystérieuses de M. Keynes à un « état de tendance à la baisse », courbe de demande des actifs liquides par rapport aux valeurs, qu'aurait pu représenter aussi bien une courbe d'offre liant les cours des valeurs à leur

(1) M. Robinson confond sans cesse les deux facteurs en jeu que, dans cette thèse, suivant en cela l'exemple de M. Hayek et le désir de M. Keynes, je me suis efforcé de distinguer. Pour cette raison l'article de M. Robinson paru dans *Economica* en 1933, malgré ses suggestions originales, ne peut apparaître dans cette thèse que par fragments.

(2) *Economic Journal*, septembre 1931, p. 402.

montant total entre les mains des spéculateurs (« courbe de l'offre spéculative des valeurs »). Si cette courbe est connue, le cours est déterminé par les fonds dont disposent les spéculateurs. Si la demande de valeurs venant des nouveaux épargnants ne trouvait pas en face d'elle les valeurs vendues par les fabricants de biens de consommation en perte, les stocks des spéculateurs s'épuiseraient bientôt et les cours s'élèveraient. Mais les fabricants doivent vendre suivant leurs pertes, c'est-à-dire suivant l'excès d'épargne (à moins de restreindre la production). La conjonction des transactions spéculatives et des ventes par les fabricants empêche les cours de s'élever malgré l'accroissement de la demande. M. Keynes serait le premier à admettre que dans la réalité l'« état de tendance à la baisse » ne serait nullement stable, car les prévisions des spéculateurs, donc leur offre, sont variables et varient notamment lorsque se modifie le prix des biens de consommation. Il ne s'agit pas de montrer ce qui arrivera probablement, mais de prouver que quelque chose en fait peut arriver, qui, d'après les adversaires de M. Keynes, ne devait jamais se produire (1).

Ainsi apparaît la chaîne causale qui détermine le niveau de prix des valeurs : leurs cours dépendent de la courbe d'offre spéculative, en supposant que le système bancaire ne modifie pas le montant dont disposent les spéculateurs, et ne s'élèveront pas pour la seule raison que la demande est devenue plus forte en raison des nouvelles épargnes.

Le raisonnement serait le même pour les biens de consommation : tant que l'on peut faire jouer le volume des stocks, les prix seront déterminés par la courbe d'offre spéculative et non par la nouvelle production. Mais celle-ci représente un pourcentage très élevé du stock total, et ceci constitue une différence très profonde, bien que seulement de degré, avec les biens de capital. Les stocks sont faibles, car périssables et encombrants ; rarement le public revendra des biens de consommation. Aussi la spéculation ne pourra-t-elle jouer que très faiblement par rapport à la production courante.

A la différence des biens de capital, le prix des biens de consommation dépend surtout de la production courante, et non de la production déjà existante.

En résumé, si les revenus sont couramment dépensés et si le

(1) Mais M. Keynes prétend qu'une divergence entre l'épargne et l'investissement engendrera *toujours* les troubles qu'il étudie.

montant effectif de monnaie ne varie pas, si l'épargne croît par rapport à l'investissement, le prix des biens de consommation tombera sans que s'élève forcément le cours moyen des valeurs. Indépendamment de l'accroissement de la demande, ce qui déterminera ce cours, c'est la courbe d'offre spéculative des détenteurs de valeurs (1).

Mais si c'était cela que M. Keynes voulait dire, pourquoi tant le compliquer ? Cette différence mystérieuse entre biens de consommation et de capital a toujours été bien connue et n'est qu'une différence de degré.

(1) Contre quoi les spéculateurs vendront-ils ? M. Keynes invoquait au moins la variation des *savings-deposits*, dont M. Robinson ne souffle mot.

CHAPITRE VII

La théorie du cycle.

Tous les concepts si péniblement élaborés concourent à un seul but, l'explication du cycle. Mais, poursuit M. Hayek (1), les difficultés augmentent encore.

Quiconque a étudié Wicksell et ses disciples actuels ne peut qu'être frappé du peu d'importance que M. Keynes attache aux effets d'un déséquilibre monétaire sur l'investissement réel. Il ne se soucie que des modifications des courants monétaires et des changements qui en résultent dans le niveau de prix, sans penser que stimuler artificiellement l'investissement risquerait de déséquilibrer la structure réelle de production, et, de ce fait, d'engendrer tôt ou tard une réaction.

Pour M. Keynes, en effet, au contraire de M. Hayek, la dépression apparaît dès que le taux d'investissement tombe au-dessous du taux d'épargne, indépendamment d'un raccourcissement réel du procès capitaliste : elle peut survenir même si le procès s'est allongé. La dépression résulte d'une obstruction dans le courant régulier qui porte l'épargne et la dépense sur le marché des biens de production d'une part, des biens de consommation de l'autre. Inversement M. Keynes peut concevoir une contraction du procès sans dépression, pourvu que l'épargne ait diminué autant que l'investissement.

La théorie de M. Keynes suppose que la production s'ajuste instantanément aux modifications de la demande : seule importe la demande totale, non ses changements de structure interne.

Comme d'autres économistes qui soutiennent une théorie purement monétaire du cycle, tels M. Hawtrey et M. Hahn, M. Keynes semble croire que si l'organisation existante du système monétaire ne le rendait pas impossible, on pourrait perpétuer le boom par une inflation indéfinie. Il ne dépasse jamais cette con-

(1) Cf. « Reflections », *Economica*, février 1932, § XVII-XVIII.

clusion que, tant que la différence entre les revenus normaux et l'épargne dépasse le coût de la production de biens de consommation (par excès d'investissement), le niveau de prix tend à s'élever. Dans l'explication qu'il donne du cycle, le principal caractère du boom est peut-être, non l'accroissement d'investissement, mais la hausse de prix des biens de consommation qui en résulte et le profit qu'elle entraîne. Une inflation directe par crédits à la consommation créerait donc un boom tout aussi bien que l'excès de l'investissement sur l'épargne. Aussi reste-t-il logique avec lui-même lorsque, désespérant de l'influence qu'exerce le crédit facile et peu coûteux sur l'investissement, il demande l'encouragement à la dépense avec les théoriciens du pouvoir d'achat (M. Abbati, M. Martin, MM. Foster et Catchings).

Donc, d'après M. Keynes, le boom se poursuivra tant que la demande de biens de consommation dépassera le coût de l'offre utilisable et cessera lorsque l'offre, sous le stimulant des profits anormaux, rattrapera la demande. Les prix tomberont au-dessous des coûts. Si la fin du boom n'est pas forcément suivie d'une dépression, en général apparaissent des tendances déflationnistes qui renversent le processus.

L'explication de M. Keynes, estime M. Hayek, est non seulement relativement simple mais bien moins différente des autres qu'il ne le suppose, si elle est plus compliquée dans le détail. Elle se heurte aux mêmes objections que les autres théories du pouvoir d'achat ; on peut les résumer en trois points (1) :

— On ne peut maintenir la cadence à laquelle s'accroît l'investissement au début du processus, que tant qu'il est plus rémunérateur d'accroître la production de biens de capital que de se disputer les facteurs de production pour satisfaire à la demande plus grande de biens de consommation.

— Si le développement de la demande de biens de consommation n'est pas compensé par un nouvel afflux de monnaie vers l'investissement, cette demande tendra à diminuer l'investissement par l'effet qu'elle exerce sur les prix des facteurs de production.

— Le fait même que l'on a engagé des procès d'investissement puis, qu'il a fallu les interrompre parce que la hausse des facteurs de production les a rendus improfitables, suffit à provoquer une

(1) La critique des théories du pouvoir d'achat sera examinée plus en détail dans la 4^e partie de cette thèse.

diminution générale d'activité et d'emploi, c'est-à-dire une dépression, sans autre raison d'ordre monétaire. Dans la mesure où ce changement dans les conditions de l'investissement apporte avec lui une déflation, celle-ci n'est qu'un phénomène secondaire, né d'un déséquilibre réel et fondamental que pourra seule écarter une longue et pénible réadaptation de la structure de production. M. Keynes semble entrevoir le caractère alternatif d'un accroissement dans la production de biens de consommation et d'investissement (*Treatise*, II, p. 219, 310) (1), mais laisse échapper cette idée qui seule cependant pourrait lui permettre d'expliquer la crise. Les instruments dont il dispose (le concept de capital, celui d'investissement) sont insuffisants, impropres à éclaircir ces interrelations, et il lui manque une notion claire du changement de structure qu'implique toute transition à des méthodes plus ou moins capitalistes.

M. Keynes prétend (2) que les changements qui peuvent intervenir dans la structure de la production (c'est-à-dire les variations de durée de la période moyenne de production) ne se produisent qu'à long terme et qu'on peut par conséquent les négliger dans l'étude du cycle. Mais, répond M. Hayek, tout changement du montant de capital par unité de travail équivaut à un changement de la longueur moyenne du procès indirect ; tout accroissement de l'investissement allonge l'intervalle entre l'application des facteurs de production et l'achèvement du procès, et de plus, la période de production n'est pas allongée seulement tant que se poursuit le nouvel investissement, mais le sera de façon permanente si l'investissement total reste plus grand qu'avant.

Mais l'investissement accru cessera dès que le système bancaire refusera l'octroi de nouveaux crédits, s'il ne résulte pas d'une restriction volontaire de consommation. M. Keynes s'attache exclusivement au nouvel investissement, sans se soucier du réinvestissement, aussi néglige-t-il ceci : si pour quelque motif la demande de consommation s'accroît, il peut en résulter inéluctablement la nécessité de réorganiser complètement la structure de production existante, et par conséquent des troubles économiques et du chômage.

(1) « Le stimulant à une production accrue de biens de capital diminue juste en proportion de l'augmentation du stimulant à la production de biens consommables » (p. 219).

(2) Dans sa réponse à M. Hayek, *Economica*, novembre 1931.

Dès que les prix des biens de consommation rattrapent les prix des biens d'investissement, après la hausse relative de ceux-ci due à l'expansion de crédit, il en résulte une période d'investissement déclinant, quoi qu'en prétende M. Keynes (1). C'est le début de l'affaissement qui se traduit de cette manière, à l'inverse de M. Keynes qui ne croit à son apparition que lorsqu'il est devenu impossible de vendre les biens de consommation à des prix rémunérateurs : l'expérience montre que ceux-ci se vendent avec profit longtemps après le début de la crise. La diminution de la consommation ne résulte que du chômage de l'industrie lourde. C'est l'accroissement de la demande de biens de consommation qui a retiré à la production de biens d'investissement son caractère rémunérateur, par la hausse des salaires des facteurs de production qu'elle a entraînée : ce n'est donc que par son déclin que l'équilibre sera rétabli. Si la cause du trouble réside dans le fait que la proportion de la production totale qui a pris la forme « non utilisable » d'après les décisions des entrepreneurs est trop forte par rapport à la demande des consommateurs, le chômage qui en résulte ne peut être attribué à une simple déflation ; il ne pourra disparaître que si la consommation diminue par rapport à l'épargne, ou si la proportion entre les productions « non utilisables » et « utilisables » s'adapte au nouvel état de choses, c'est-à-dire si l'on revient à des méthodes moins capitalistes.

Certes une tendance à la déflation apparaîtra régulièrement durant ce processus, notamment si les faillites aggravent les risques de prêt. Elle pourra même devenir une menace sérieuse si l'on retarde le réajustement en tentant de « maintenir le pouvoir d'achat ». Mais ce n'est qu'un phénomène secondaire en ce sens qu'elle naît de l'instabilité de la situation réelle, et persistera jusqu'à ce que disparaissent les causes réelles du déséquilibre.

S'efforcer de combattre la crise par une expansion de crédit, c'est prendre les symptômes pour les causes, et retarder les ajustements inévitables. D'ailleurs si le point de départ théorique de M. Keynes est exact, pour retourner la tendance des prix, il faut que le taux effectif soit inférieur au taux naturel, et que l'on agisse plus profondément que par le taux d'escompte : par *open-market* par exemple (2).

Comme Wicksell, M. Keynes fait appel à une émission indéfi-

(1) « La phase ascendante du cycle a fait son apparition », écrit-il p. 283.

(2) *Treatise*, t. II, p. 369.

nie de crédit bancaire. Mais il omet le risque de spéculation, et on voit mal comment le taux d'intérêt artificiel que l'on établirait, pourrait modifier la situation économique qui dépend de causes variées.

L'erreur essentielle de M. Keynes, c'est de négliger les problèmes « réels ».

Notes sur les taux d'intérêt à long terme et à court terme (1).

Pour M. Keynes, la solution du cycle repose sur le maintien de l'équilibre entre l'investissement et l'épargne. Le taux naturel est celui auquel les fonds d'investissement sont utilisés aussi rapidement que les épargnants les accumulent. Lorsque le taux du marché à long terme s'en écarte, les relations économiques fondamentales sont bouleversées, le niveau de prix varie. Aussi faut-il veiller à ce que le taux du marché suive fidèlement le taux naturel.

Le taux d'investissement à long terme ne se prête pas à un maniement direct, mais, — prétend M. Keynes —, il dépend du taux à court terme (2), proposition qu'il s'efforce de démontrer en analysant la conduite des deux taux, et il conclut que les taux à court terme influencent les taux à long terme bien plus qu'on ne pourrait s'y attendre, et que cette remarque est susceptible d'une explication rationnelle (3). Dès lors, par les variations du taux d'escompte et une politique d'*open-market*, la banque centrale a le pouvoir de contrôler le taux à long terme.

Pour justifier sa théorie, M. Keynes analyse les marchés monétaires et s'appuie principalement sur M. Riefler (4). Cet économiste découvrit une ressemblance très précise entre mouvement et amplitude des deux taux, sur la période 1919-1928, et conclut : « le plus surprenant n'est pas que le revenu des obligations ait été relativement stable par rapport aux taux d'intérêt à court terme, mais qu'il ait reflété leurs fluctuations si nettement et à un tel degré de précision ».

Mais si l'on prolonge jusqu'en 1932 les tableaux de M. Riefler, il saute aux yeux que les deux taux n'ont pas suivi la même ligne de conduite : le taux à long terme n'a varié ni absolument ni rela-

(1) Cf. Simmons : « M. Keynes' control scheme », *American economic review*, juin 1933.

(2) Cf. *Treatise*, t. II, p. 252.

(3) *Ibid.*, p. 362.

(4) *Money rates and money markets in the U. S. A.*

tivement avec le taux à court terme, il a reflété seulement, de façon très atténuée, ses pointes vers le haut ; vers le milieu de 1931 le taux à long terme s'élève rapidement et se sépare du taux à court terme. Comment ces divergences peuvent-elles s'expliquer, et quel est leur rapport avec la théorie de M. Keynes ?

Son projet pour résoudre le cycle implique donc un mécanisme régulateur qui est inefficace. Dans son chapitre xxxvii, il discute les moyens d'obtenir l'équilibre entre l'épargne et l'investissement comme s'il avait découvert un principe économique universel. En réalité sa théorie ne repose que sur un examen empirique et un expédient statistique. Même s'il invoquait le caractère anormal de la période 1928-1932, cet argument ne lui servirait de rien, car un contrôle impuissant en période troublée serait à peu près inutile. D'autre part, il ne peut s'en prendre à l'imprécision relative des statistiques pour expliquer la disparité des taux, celle-ci étant pleinement justifiée par les événements économiques.

C'est ainsi que le taux à court terme suivit étroitement, durant cette période, le développement du cycle. Jusqu'en octobre 1929 il s'élève par suite de demandes de monnaie et de la politique de la *Federal Reserve*.

Les banques diminuent leurs investissements pour pouvoir prêter davantage : les cours des obligations cèdent, et par conséquent leur revenu s'élève, sans toutefois que les ventes d'obligations soient suffisantes pour que la hausse du taux à long terme soit aussi forte que celle du taux à court terme (1).

Dès le déclin de l'activité, en 1929, le taux à court terme a commencé un mouvement de baisse qui dura jusqu'en 1931. Le marché des obligations s'anime, leurs émissions croissent tandis que les émissions d'actions diminuent, car personne ne s'attendait à ce que la dépression pût menacer leur revenu.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer la disparité des taux à long et court terme :

— Le fait que les émissions d'actions procuraient du capital à bon compte ;

(1) Si les sociétés avaient dû émettre des obligations plutôt que des actions pour obtenir du capital à long terme, le taux du revenu des obligations se serait élevé en raison de la chute des cours. Aussi si l'on préfère mesurer le taux à long terme par le taux de rapport des actions, on pourrait soutenir que sa hausse est inférieure à celle du taux de rapport des obligations.

— L'influence des banques fédérales américaines sur le taux à court terme en ce pays ;

— La ténacité avec laquelle se poursuivirent les investissements sous forme d'obligations.

Puis le déclin se poursuit. Les émissions se restreignent, les faillites de banques se succèdent, l'Angleterre dévalue. Le souci de la liquidité oblige les banques à vendre des obligations, à modifier et à diminuer leurs investissements. On sait maintenant que la dépression sera longue, et la confiance dans les obligations diminue : les ventes s'accroissent et par suite les cours s'effondrent, le revenu s'élève. Donc la hausse du taux à long terme est dans une grande mesure indépendante des mouvements du taux à court terme. Celui-ci s'abaisse en 1931 sauf les derniers mois où la panique financière l'élève, puis il fléchit à nouveau en 1932, pour une part importante à la suite de la politique de monnaie à bon marché des Banques Fédérales. Ce fut donc en 1931 et 1932 que les deux taux divergèrent le plus sensiblement. La disparité de leurs niveaux relatifs fut si grande qu'elle oblige à douter de l'exactitude de l'analyse de M. Keynes.

On peut donc conclure qu'entre 1928 et 1932 il n'est guère possible de juger liés l'un à l'autre les mouvements des deux taux, et par conséquent on ne peut croire à la possibilité de contrôler le taux à long terme en manœuvrant le taux à court terme. Si ces taux peuvent être déterminés par des facteurs communs, chacun subit l'influence de facteurs qui lui sont propres. Le marché monétaire est formé de marchés distincts. Quelques recoupements tendent à établir une certaine uniformité de direction parmi ces marchés : ce fut le cas notamment entre 1919 et 1928. Mais depuis 1928 les facteurs de divergence ont été les plus forts.

La théorie de M. Keynes repose donc sur une base douteuse.

Réponse de M. Keynes : La divergence des deux taux en cette période est un phénomène bien connu, quoiqu'il ne faille pas négliger que même en cette période les variations des deux taux furent de même sens, si elles ne furent pas du même degré. M. Keynes nie qu'il entre dans ses intentions de ne contrôler le cycle que par manipulation du taux à court terme — bien au contraire. Il soutient seulement que le taux à court terme exerce une influence plus grande qu'on ne le croit d'ordinaire. Il y a des circonstances, comme ce fut le cas récemment, où le contrôle du taux à court terme, et même du taux à long terme, serait dépour-

vu d'efficacité : le gouvernement devra alors stimuler directement l'investissement. Mais en dehors de ces situations très anormales, et en particulier avant qu'elles ne se soient développées, des méthodes plus douces seront suffisantes parmi lesquelles le manie-
ment du taux à court terme, et en tout cas elles ne seront jamais négligeables.

Conclusion.

Si l'on s'efforce de dépasser cette terminologie confuse où M. Keynes s'embrouille, il reste sur les décombres d'une construction trop ambitieuse, un grand nombre d'idées justes, de suggestions lourdes d'avenir sur un terrain auparavant négligé.

La conception nouvelle du profit se révèle à l'usage peu satisfaisante. L'« investissement », par le brouillard qui l'environne, dissimule davantage ses imperfections. Les Equations Fondamentales apparaissent tantôt comme des truismes, tantôt comme des erreurs, et ne justifient certainement pas la mission dont M. Keynes les investit. Le rôle précis de l'« excès d'épargne » reste obscur.

Mais le désarroi des économistes contemporains devant les brillants paradoxes de *Treatise*, qu'il s'agisse de la « jarre de la veuve » ou de la « plantation de bananes », met en évidence les lacunes qui régnaient auparavant dans cette partie de la théorie économique.

Il serait vain de prétendre dégager ici une appréciation exacte des arguments échangés de part et d'autres et analysés dans les chapitres précédents. De l'étude des controverses qui opposèrent M. Keynes et M. Hayek, M. Keynes et M. Robertson, il demeure surtout une impression d'inachèvement : il semble que, sur le rôle de l'excès d'épargne ou de la thésaurisation, ni les théories jusqu'à en vigueur, ni les nouvelles conceptions de M. Keynes ne sont sorties intactes de la querelle. Leurs insuffisances se sont révélées ; il s'agit maintenant de rebâtir.

Le programme pratique auquel aboutit M. Keynes est moins dangereux que celui de M. Hayek, semble-t-il, car bien qu'il parle d'égaliser l'épargne et l'investissement, il songe en réalité à la stabilisation des prix. Le principal défaut de sa politique est sa trop grande rigidité, malgré l'aveu qu'il fait de la puissance des « frictions ». D'autre part, les erreurs d'analyse se traduisent en propositions dangereuses : le stimulant artificiel de l'investissement par le gouvernement notamment (1). Des équations ne peu-

(1) Le goût de M. Keynes pour la mise en pratique de sa doctrine — à la différence de M. Hayek qui reste dans une prudente réserve en ce qui concerne

vent prétendre résoudre toute question dans la vie économique. Il est nécessaire de tenir compte des effets indirects des mesures prises : par exemple, un déficit budgétaire trop important réduira bien le volume de l'épargne mais, par la défiance qu'il engendrera, il risquera de tarir l'investissement privé. Les travaux publics, un des remèdes les plus raisonnables qu'il propose à la crise, exigent un marché du capital abondant, un crédit public solide, sous peine de décourager l'industrie privée.

Il importe de souligner, pour justifier la place que tient dans cette thèse la partie consacrée à M. Keynes, que cet économiste s'attache aux mauvaises directions que peut prendre la monnaie : « ce sont les prix relatifs qui sont en jeu et la crise éclate alors que le 1^{er} membre de l'équation de M. Fisher ne subit aucune modification. La dislocation se produit à l'intérieur du niveau général des prix » (1).

l'application de ses théories — vient de se traduire par son projet « d'épargne obligatoire »

(1) L. Baudin : *La monnaie et la formation des prix*, p. 553.

APPENDICE

M. Robertson.

S'il n'est pas possible de faire de M. Robertson un disciple de M. Keynes, cet économiste mérite néanmoins d'être rattaché à l'auteur de *Treatise on money*, dont il reprend les thèmes essentiels avec des aperçus souvent originaux et féconds. Tandis que les théories de Wicksell et de M. Hayek sont sans commune mesure avec celle de M. Keynes, M. Robertson s'y relie étroitement, tantôt en subissant son influence, tantôt en affirmant son opposition.

D'une façon générale, et sommairement, M. Robertson étudie comment un acte individuel d'épargne peut être gaspillé, sans influencer la formation du capital matériel, et quelle est la nature des forces qui font jouer ce procès dans le temps.

§ 1. — *L'épargne et le revenu.*

M. Robertson veut inclure dans le terme « revenu » les profits monétaires qui découlent du fait que le prix du *nouvel* investissement est supérieur à son coût. Tentative assez vaine, juge M. Keynes (1), car dès sa naissance le nouvel investissement vient se fondre dans l'*ancien* dont il est alors indifférencié.

Dans *Saving and hoarding* (2), M. Robertson définit le revenu courant comme la valeur de la production (*output*) courante. Dans *Banking policy and the price-level* il avait évité soigneusement d'employer le mot « épargne », plutôt que d'en donner une définition aussi bizarre que celle à laquelle M. Keynes dut recourir pour pouvoir parler d'« excès d'épargne sur investissement ».

Mais dans cet article, il définit l'épargne comme l'excès du revenu sur la dépense de consommation en une période ; elle est donc égale à l'excès de la production (*output*) qui vient s'ajouter à la richesse accumulée (investissement). L'épargne ainsi détermi-

(1) Dans sa réponse aux critiques de M. Robertson : *Economic Journal*, septembre 1931.

(2) *Economic Journal*, septembre 1933.

née, M. Keynes, dans sa réponse à M. Robertson (1), l'appelle « surplus », pour la différencier de sa propre définition qui lui permet de parler de l'« excès d'épargne sur l'investissement ». M. Robertson adopte bientôt une définition plus complexe. Si l'on désigne cette dernière par S et la première par S' (qui était le « surplus », pour M. Keynes), la différence entre S' et S en une période est égale à la différence entre le revenu d'une « journée » à la fin de la période précédente et ce revenu à la fin de la période considérée. Ainsi, l'épargne signifie toujours l'excès du revenu sur la consommation, mais la caractéristique de la définition de M. Robertson, c'est que les périodes sur lesquelles on considère le revenu et la consommation ne sont pas identiques.

§ 2. — *Le « jour ».*

Entre la perception du revenu et de la consommation, il y a un intervalle, le « jour ». Le revenu disponible chaque « jour » est celui qui a été perçu le « jour » précédent. L'épargne est donc égale au revenu du « jour » précédent diminué de la consommation du « jour » présent.

a) Cette conception, apparemment si juste, présente, remarque M. Hawtrey (2), un défaut logique, du fait que dans la réalité l'argent ne garde pas son identité dans son voyage du revenu à la dépense en passant par la caisse de l'individu : c'est sur l'argent dont on dispose que l'on dépense, en général, et non sur une recette particulière.

La relation entre le revenu et la dépense est psychologique. C'est plutôt d'après son revenu futur que d'après ses recettes antérieures que l'on règle ses dépenses. Ce n'est qu'occasionnellement, lorsque les recettes se sont révélées différentes des prévisions, qu'une nouvelle décision est nécessaire et elle n'aura son effet que plus tard sur la dépense. M. Robertson au contraire maintient qu'il y a toujours un intervalle et qu'il est toujours le même (3).

(1) *Economic Journal*, décembre 1933.

(2) *Ibid.*

(3) M. Hawtrey, répond M. Robertson, a mal compris la nature de ce « jour » ; il ne s'agit pas d'un intervalle nécessaire et constant, mais seulement possible, et d'une période minima. Cette conception n'est-elle pas préférable à la sienne suivant laquelle la dépense peut être faite sur un revenu qui ne sera pas encore touché ?

Supposons par exemple que les revenus et les dépenses des consommateurs soient tous deux égaux à S , puis que le public commence à épargner X par unité de temps sans modifier ses débours de capital : il y aura donc une absorption d'encaisse de W et les débours des consommateurs seront réduits à $S - X$. Par ailleurs supposons avec lui qu'« un déclin de la demande pour un groupe de biens entraîne, non une restriction de la production ou des ventes, mais une chute de leur prix ».

Il en résulte que la demande tombant de S à $S - X$, les prix tombent dans la même proportion et par suite le revenu : avec l'épargne X , les dépenses de consommation deviennent $S - 2X$!

L'erreur de M. Robertson réside dans cette conception d'un intervalle entre le revenu et la dépense. Son hypothèse de non-accumulation de la production l'entraîne dans de graves difficultés : d'après lui, les ventes sont égales aux dépenses d'une part, à la valeur de la production donc au revenu d'autre part, ce dont il s'ensuit que la dépense et le revenu sont égaux. Or la divergence X qui surgit entre eux est en contradiction avec cette hypothèse. Si les commerçants cherchent à écouler toute leur production en abaissant les prix, et réduisent leurs dépenses, leurs efforts seront vains du fait que la diminution de prix atteint elle-même la demande (1). M. Robertson pense que lorsque les dépenses diminuent de X par « jour », la diminution du revenu en un « jour » ne se reflète que sur la dépense du « jour » suivant, de sorte que, à tout moment, la dépense est de X supérieure au revenu. Mais la contradiction est évitée si une classe du public, par son épargne, dépense simultanément X de moins que son revenu : la dépense est alors égale au revenu (2).

Il n'est pas nécessaire de supposer qu'il existe un intervalle uniforme entre la recette et la dépense. Pour supprimer la contradiction, il suffit que la chute des dépenses retarde suffisamment sur la diminution du revenu pour compenser la discordance qui naît de l'absorption de l'encaisse. Il est alors possible, au moins en théorie, que les prix s'ajustent de façon à éviter des variations de

(1) Nous en revenons au « tonneau des Danaïdes » de M. Keynes.

(2) La forme dans laquelle M. Hawtrey expose son exemple ne semble pas, d'après M. Robertson, s'appliquer au cas qui l'avait frappé (*Banking principle and the price-level*, p. 49, 63) où les communautés des producteurs-consommateurs (en l'absence de stocks) thésaurisaient simultanément : en ce cas revenus et dépenses des consommateurs restaient inchangés, il n'y avait donc pas d'indication sur l'établissement du déséquilibre (Cf. M. Robertson, *Notes, Economic Journal*, de décembre 1933).

stocks ; mais la pratique fait apparaître qu'il n'y a pas d'adaptation exacte et instantanée des prix de détail à la demande de chaque « jour ».

L'impasse où s'engage M. Robertson est évitée si l'on abandonne l'hypothèse de la non-accumulation de la production : revenu et dépense peuvent alors différer.

Si l'on épargne X, il y a pour le même montant des biens invendus dont la production a engendré des revenus qui sont payés sur l'encaisse (ou au besoin par avances bancaires) ; après un intervalle, les prix baisseront sans doute et la production se restreindra. Celui qui a fabriqué des biens matériels dont une partie n'a pu être vendue, a fait une addition à son capital aux dépens de son revenu. Au contraire, celui qui dirige une entreprise n'est possesseur que de la valeur nette des invendus, les coûts étant déduits : ce n'est que si les coûts sont nuls que l'on pourra regarder leur valeur totale comme accumulée sur son revenu, et dans ce cas les dépenses sont égales au revenu.

b) M. Keynes (1) reproche à M. Robertson de faire dépendre la différence $S' - S$ (entre le « surplus » et l'épargne telle que l'entend M. Robertson) de la longueur du « jour » : si ce « jour » est bref, par exemple une semaine, cette différence, même sur une longue période, sera toujours faible, et si le revenu tombe de moitié durant un affaïssement qui s'étend sur plusieurs années, elle ne pourra excéder la moitié du revenu d'une semaine. Ainsi la différence entre l'Investissement (= surplus) et l'Épargne n'aura d'importance pratique que si le « jour » est une période assez longue.

De plus pour déterminer l'épargne d'une période, il faut connaître la durée du « jour » : si le revenu tombe de 1 par semaine, que l'on dépense en une année un montant égal au revenu de cette année, et si le « jour » est de deux semaines, on aura épargné 104 (différence entre le revenu des deux dernières semaines de l'année précédente et de cette année) ; mais s'il était de quatre semaines, l'épargne monterait à 208. Aussi M. Keynes en conclut qu'il préfère encore, malgré les critiques dont elle a fait l'objet, sa propre définition.

Ce cas peut être généralisé : l'investissement étant nul, supposons le revenu des entrepreneurs réduit par un mouvement d'épargne de la part du public se répartissant également sur toute

(1) *Economic Journal*, décembre 1933.

l'année, de $\frac{x}{n}$ par « jour » ; supposons que les entrepreneurs dépensent chaque « jour » leur revenu du « jour » précédent. En un tel cas l'épargne « journalière » du public sera $\frac{x}{n}$, son épargne annuelle $\frac{x}{n}$, et si n est très grand, cette épargne sera trop faible pour avoir une importance pratique.

M. Robertson dans sa réponse (1) rejette d'abord la conception de M. Keynes suivant laquelle l'épargne est présentée comme un facteur causal : elle finit par n'être plus qu'une mesure quantitative de résultat, où ce qui est important dépend du problème que l'on considère. Le cas étudié ci-dessus, loin d'être général, n'est qu'un extrême, comme l'exemple du « tonneau des Danaïdes ».

En fait, des frictions se feront sentir. Le cas général d'après M. Robertson, c'est celui où l'année se compose de q périodes de circulation complètes ($n = kq$). Par hypothèse le taux journalier de revenu d'entrepreneur est dans la 9^e période inférieur de $\frac{x}{n}$ à son ancien niveau, à la suite d'une épargne spontanée de $\frac{x}{nq}$ par « jour », soit $\frac{x}{q}$ par an — quantité de grandeur comparable à la réduction du taux annuel de revenu, indépendante de la longueur du « jour ». Si M. Keynes a raison d'écrire que le montant total d'épargne annuelle n'est pas supérieur à $\frac{x}{n}$ un fait présente un plus grand intérêt : l'origine des maux, l'épargne spontanée, est égale à la quantité substantielle $\frac{x}{q}$.

Si M. Robertson ne se montre pas insensible aux critiques qui ont trait au caractère vague de la période minima de retard nécessaire, qu'il définit par le terme « jour », il persiste à croire que la conception d'un retard est nécessaire pour éviter la confusion des causes et des résultats, des procès de changements et des états anormaux.

§ 3. — *Épargne et thésaurisation.*

a) *Les différentes sortes d'épargne* : l'expansion du capital fixe en une communauté moderne naît principalement de *spontaneous long lacking*.

(1) *Economic Journal*, décembre 1933.

L'expansion du capital circulant, mesurée par le travail d'un « jour », naît pour partie de *direct spontaneous short lacking*, pour partie, par l'intermédiaire du système bancaire, de deux autres sources qui sont souvent difficiles à distinguer, la transformation de *spontaneous new hoarding* des individus en *applied lacking*, et l'*imposed lacking*.

Une large partie du capital circulant est le produit non d'un acte volontaire de l'individu, mais d'une véritable taxe qui lui est imposée. On le voit facilement sous un régime de monnaie principalement métallique. L'épargne est apportée aux banques qui la prêtent : des salaires accrus servent à développer la consommation et à augmenter le stock de capital circulant. Il n'y a pas là d'épargne automatique car il n'y a pas davantage de concurrence dans la dépense des revenus monétaires que si les épargnants avaient eux-mêmes dépensé. Il en va différemment avec un système bancaire moderne qui crée les formes les plus importantes de monnaie par des prêts aux entrepreneurs : ceux-ci ont la possibilité de faire face à l'expansion de capital circulant autrement que par *direct lacking*. Il en résulte une restriction automatique pour le reste du public, aussi en vient-on à supposer qu'actuellement une large part du nouveau capital circulant provient d'impositions forcées sur le public, et d'autre part en raison des dépôts monétaires additionnels engendrés par ces prêts, que le nouveau capital est produit par la *new hoarding* des titulaires de ces dépôts.

b) *Thésaurisation* : M. Robertson y voit le trait dominant de la dépression. Sa définition, tirée de celle de l'épargne, manque peut-être encore davantage de netteté. Dans *Banking principle and the price-level* il désigne par ce terme la monnaie épargnée et ajoutée aux stocks de monnaie existants. Mais ce concept ne tarde pas à devenir plus complexe : dans son article d' *Economic journal*, ce n'est plus un rapport entre l'encaisse et le revenu : il n'y a thésaurisation que si l'on prend des mesures pour accroître l'encaisse.

Par exemple un entrepreneur ne « déthésaurise » pas, s'il vend moins cher qu'il ne comptait et voit ainsi décroître son encaisse. Mais si cette interprétation est exacte, la définition de M. Robertson est en relation étroite avec les variations qui interviennent dans l'« excès d'épargne sur l'investissement » d'après la définition que M. Keynes a donné de ces termes.

En effet si A thésaurise, B risque de vendre moins cher : il ne

« déthésaurise » pas s'il ne fait rien pour y remédier, mais thésaurise s'il se restreint pour éviter la réduction de son encaisse. En ce cas, un autre entrepreneur verra ses pertes s'accroître : la thésaurisation totale, conclut M. Keynes (1), ne dépend pas des variations réelles de l'encaisse, mais correspond au changement dans le niveau des pertes, définies par l'excès de l'épargne sur l'investissement en une période.

Si la thésaurisation de M. Robertson en périodes successives peut être réunie en une période complète, la définition de l'épargne d'après M. Keynes, serait égale à la somme de l'investissement et de la thésaurisation tels que les entend M. Robertson, en partant d'une période de base où on peut considérer les profits comme normaux. Ce qui confirmerait l'inutilité de la nouvelle définition qu'il a donnée de l'épargne.

Néanmoins il importe de ne pas prendre M. Robertson pour un disciple de M. Keynes. L'essentiel de leurs thèses s'oppose :

— M. Robertson estime qu'un excès d'épargne n'entraîne pas forcément un accroissement des dépôts inactifs ou de thésaurisation. Sauf le cas où l'excès d'épargne s'associe à un accroissement de la thésaurisation, un flot de monnaie plus grand, égal à l'excès d'épargne, se consacrera à l'investissement. Il en résultera un accroissement de recettes pour les producteurs de l'investissement courant dont les profits compenseront juste les pertes des producteurs de biens de consommation qui résultent de l'excès d'épargne.

— M. Keynes estime au contraire (2) que cet excès d'épargne n'entraînera par lui-même aucun accroissement net du pouvoir d'achat qui se dirige vers l'investissement. A la fin de la période les épargnants jouiront d'une richesse accrue, dont ils pourront disposer à leur choix en actifs liquides ou non, tandis que les producteurs de biens de consommation subiront des pertes égales qu'il leur faudra combler en vendant à leur choix des actifs liquides ou non. En dehors de ses répercussions sur la tendance à thésauriser, l'excès d'épargne n'a aucune tendance particulière à modifier les prix des actifs non liquides ou le volume des dépôts inactifs : il transfère seulement un pouvoir sur de l'argent, puis la possession d'actifs une fois que les encaisses monétaires ont eu le temps de s'adapter. Supposer avec M. Robertson que les prix

(1) *Economic Journal*, décembre 1933.

(2) Cf. le chapitre v de la section II.

des biens d'investissement baisseront si les producteurs des biens de consommation font face à leurs pertes par des ventes d'actifs non liquides avant que les épargnants ne les achètent, ou inversement, c'est rattacher les mouvements de prix à une question de rapidité au téléphone.

§ 4. — *Disparités des prix et fluctuations cycliques.*

Pour M. Robertson, le trait universel des cycles réside dans « les mouvements disproportionnés de la production de biens consommables et d'instruments », accompagnés à l'occasion d'investissement excessif en stocks de biens (*Banking principle and the price-level*, ch. 6 et 7). Comme M. Spiethoff, M. Mises, M. Hayek, M. Keynes, il ne conçoit pas de surcapitalisation en termes absolus : pour une raison quelconque, erreur de jugement par exemple ou épargne forcée, la technique de production est devenue trop capitaliste par rapport à l'épargne courante et au taux d'intérêt. Lorsqu'il est employé avec le travail, le capital doit assumer une forme spécialisée, et cette forme technique sera unique avec chaque proportion de capital et de travail. Quoique la difficulté réside dans l'application particulière du capital et non dans sa surabondance générale, le terme « surcapitalisation » a l'avantage d'attirer l'attention sur une difficulté particulière qui ne serait pas apparente si l'on parlait de « production mal dirigée », terme qui se réfère implicitement aux productions relatives des différents biens de consommation.

Toutefois M. Robertson se sépare des théories en vigueur, et de M. Keynes en particulier, dans l'analyse des fluctuations cycliques. M. Keynes suppose que la production s'ajuste instantanément aux variations de la demande, et s'attache à ce que la demande totale soit constante, sans se soucier de sa structure interne qui peut varier. Plus justement M. Robertson admet qu'en raison du manque de mobilité des facteurs de production, toute modification de la demande entre la branche du capital et celle des biens de consommation, ou d'une industrie à l'autre, est une source de fluctuations : « les saturations temporaires d'une sorte d'équipement ne peuvent se résoudre sans une certaine dépression » (*Money*, page 189). L'engorgement d'une industrie importante est cause de chômage, de réduction de production, d'obstruction du pouvoir d'achat monétaire. Un certain temps s'écoulera avant que le crédit bancaire délivré ne parvienne à d'autres

industries de façon à compenser la contraction des branches qui se sont engorgées. La hausse des prix d'autres lignes de production y attirera les facteurs de production qui avaient perdu leur emploi, mais cette mobilité n'est pas immédiate. Ces dépressions ne résultent donc pas, comme l'imagine M. Hayek, d'un raccourcissement du procès de production, mais de l'immobilité des facteurs, du temps nécessaire à l'emploi par d'autres entrepreneurs du crédit devenu disponible.

Et M. Robertson, adoptant une position analogue à celle de M. Davidson, écrit dans *Banking principle and the price-level* (page 39) : « Le but d'une politique monétaire ne serait pas de prévenir toutes les fluctuations du niveau de prix, mais de permettre celles qui sont nécessaires pour établir des modifications appropriées de la production, et réprimer celles qui tendraient au delà. »

En effet, s'il explique tout au long comment les booms doivent fatalement engendrer des « fluctuations inappropriées », il ajoute que certaines circonstances peuvent donner naissance à des fluctuations appropriées », dès lors les théories qui prétendent prévenir les crises pèchent par la base, et M. Robertson affirme même que le remède serait pire que le mal. A vrai dire cela s'explique par le fait que nulle part il n'étudie les effets d'un cycle complet, mais se contente de démontrer les effets salutaires de la phase ascendante partiellement financée par l'épargne forcée. M. Keynes lui reproche non sans raison de négliger la grande perte de richesse subie durant la déflation.

TROISIÈME PARTIE

FRIEDRICH VON HAYEK

Introduction.

L'Ecole de Vienne, et en particulier sa renaissance avec M. Mayers, M. Mises et M. Hayek, se fonde, pour expliquer les fluctuations de l'offre de monnaie sur la théorie du capital (telle que l'ont formulée Jevons et Bohm-Bawerk), en même temps que sur la théorie wicksellienne. Elle vise à prouver, — et c'est là sa plus importante différence avec les anciennes méthodes —, qu'il est vain de prétendre expliquer ces fluctuations par les variations du niveau général des prix. Aussi étudie-t-elle surtout les changements des prix relatifs et leurs effets sur la « structure-temps » de production. Par cette méthode elle concilie l'analyse du crédit de M. Hawtrey et les disproportionnalités « réelles » du cycle examinées par MM. Cassel et Spiethoff.

Si M. Hayek n'a pu résoudre complètement tous les problèmes posés par les fluctuations cycliques, il a développé des considérations essentielles. Il ne prétend d'ailleurs pas remédier à tous les maux du système monétaire. Après la crise américaine en particulier, où la dépression ne s'accompagna pas de variations sérieuses des niveaux de prix de gros et de détail, remarque M. Haberler (1), il était essentiel de démontrer que la stabilité relative des prix n'indiquait pas forcément que l'état des affaires était dégagé de toute influence monétaire nuisible.

(1) *Journal of Political Economy*, 1931.

SECTION I — LA THÉORIE DE M. HAYEK

CHAPITRE PREMIER

L'influence de la monnaie sur les prix.

Si l'opinion publique reste plus que jamais persuadée du rôle essentiel des influences monétaires sur le volume et la direction de la production, la science a fait peu de progrès dans la connaissance des relations entre la monnaie et les prix : aucune idée nouvelle ne se fait jour, les problèmes fondamentaux restent en discussion, les doctrines en vigueur n'emportent pas l'adhésion générale. On a retiré peu de fruit des expériences récentes. Peut-être, à en croire M. Hayek, parce que l'on tend à préférer aux recherches qualitatives des méthodes quantitatives.

C'est ainsi que M. Fisher ressuscite dans l'« équation des échanges » les théorèmes les plus mécaniques de la théorie quantitative, et donne une importance primordiale à une proposition, certes exacte, mais qui tend à isoler la théorie de la monnaie de la théorie économique en général. C'est une erreur que de tenter d'établir des relations causales directes entre la quantité totale de monnaie, le niveau général des prix, et peut-être la production totale : jamais une de ces grandeurs n'eut, en elle-même, d'influence sur les décisions individuelles et ce sont celles-ci qui constituent la base de l'économie non monétaire. C'est à la méthode « individualiste » que nous devons toutes nos connaissances économiques. Jamais il ne sera possible d'établir des rapports de cause à effet entre des moyennes au même titre qu'entre des phénomènes individuels, des prix particuliers...

Pour s'en différencier, M. Hayek distingue (1) entre les princi-

(1) Cf. *Prices and production*, première conférence.

pales théories qui étudièrent l'influence de la monnaie sur les prix en s'attachant aux changements du niveau général des prix :

— Comme première étape l'on s'en tient à certaines tendances qui sont censées « affecter tous les prix également ou au moins de façon impartiale, en même temps et dans la même direction » (M. Hawtrey). Ce qui revient à supposer que la quantité de monnaie n'a d'action que sur le niveau général des prix, tandis que les changements de prix relatifs sont du domaine des troubles ou frictions ; quant au retard avec lequel certains prix subissent l'influence de la variation de monnaie, ils s'expliquent par le fait que les prix sont affectés dans un ordre défini. En ce qui concerne la production ces théories renvoient à des statistiques pour déterminer l'influence des prix sur son volume.

A cette conception générale se rattachent ces trois idées erronées :

— La monnaie n'a d'action sur les prix et la production que par l'intermédiaire du niveau général des prix ;

— Si ce niveau s'élève, la production tendra toujours à s'accroître, et inversement.

— « Pour établir la théorie monétaire, on aurait pu se borner à étudier comment se détermine la valeur de la monnaie » (M. Hawtrey).

De cette conception naît l'illusion qu'il est possible de négliger l'influence de la monnaie tant que sa valeur est supposée stable, et d'appliquer les raisonnements de la théorie économique générale qui ne s'attachent qu'à des causes « réelles ». Il faudrait y adjoindre une théorie particulière de la valeur de la monnaie et de ses effets pour expliquer les phénomènes du monde économique contemporain.

— Déjà Cantillon (1) avait établi les éléments d'une seconde étape, en s'efforçant de retracer la véritable chaîne causale qui lie le montant de monnaie et les prix.

Puis de sérieux efforts ont été faits pour baser la valeur de la monnaie, et les effets des changements de la quantité de monnaie, sur les concepts fondamentaux de la théorie de l'utilité marginale. Mais dans la mesure où ces théories se bornent à expliquer la distribution d'une injection de monnaie par le moyen de l'échange, si elles peuvent nous offrir un plan général qui permette de déduire les effets successifs d'une variation de monnaie, elles

(1) *Essai sur la nature du commerce en général.*

ne parviennent pas à un exposé général de ces effets : tout dépend du point où la nouvelle monnaie vient s'ajouter à la circulation (commerce, industrie...) — et inversement en cas de retrait de monnaie de la circulation.

— Très tôt se fait jour une troisième étape de la théorie monétaire, avec les doctrines qui étudient l'influence de la quantité de monnaie sur le taux d'intérêt, et par son intermédiaire, sur les demandes relatives de biens de consommation d'une part, de biens de production ou de capital d'autre part. Notamment Locke, Thornton, Ricardo, Joplin, Senior découvrent une relation entre la quantité de monnaie et le taux d'intérêt.

Tandis que ces économistes s'attachaient seulement à la relation du taux d'intérêt et du montant de monnaie en circulation, de ce fait au niveau général des prix, Malthus étudie l'influence d'un accroissement de la quantité de monnaie sur la production de capital, que son effet se fasse sentir directement ou à travers le taux.

Le mérite de Wicksell fut de combiner ces deux lignes de pensée en se basant sur la théorie de l'intérêt de Bohm-Bawerk. D'après sa doctrine, lorsqu'il n'y a pas de troubles monétaires, le taux d'intérêt est tel que la demande de capital réel et l'offre d'épargne sont égales, et il baptise « taux naturel » ce taux d'équilibre. En économie monétaire le taux monétaire pourra en différer parce que l'offre et la demande de capital ne se rencontrent que sous forme de monnaie, et la quantité de monnaie utilisable peut être arbitrairement changée par les banques. Tant que le taux monétaire coïncide avec le taux naturel, le taux d'intérêt reste « neutre » envers les prix. Par contre si les banques abaissent le taux monétaire au-dessous du taux naturel, les prix s'élèvent, et inversement.

On peut en conclure seulement ceci : si les deux taux, naturel et monétaire, coïncident, ce ne seront pas des causes monétaires qui tendront à modifier les prix. Mais Wicksell en déduit que tant que les deux taux concordent les prix restent constants — ce que M. Hayek estime pour le moins douteux.

M. Mises développa cette théorie en analysant les influences que peut exercer sur les prix des biens de consommation et de production une divergence entre le taux monétaire et le taux d'équilibre : de ce fait il transforma la théorie de Wicksell en une explication du cycle.

M. Hayek souhaite une théorie du cycle présentant un facteur

susceptible de dissoudre les inter-relations rigides qu'implique le système d'équilibre statique : ce facteur réside, d'après lui, dans notre système monétaire et de crédit, et en ce sens il tend à souscrire aux théories de Wicksell et de M. Mises.

Il en dévie pourtant. D'après Wicksell, le taux d'équilibre a un double effet : simultanément, il restreint la demande de capital réel aux épargnes effectives, et il assure la stabilité du niveau de prix. Dans ce but les banques ne doivent jamais modifier le montant de leur circulation monétaire, mais d'autre part le montant de monnaie en circulation doit varier avec le volume de production.

Mais la stabilité du niveau de prix n'est pas un critérium suffisant pour déceler si le taux d'intérêt se tient à son niveau naturel, c'est-à-dire celui auquel l'épargne réelle et non les crédits bancaires constitue l'offre de capital. Dans une économie progressive le taux d'intérêt qui stabilise le niveau de prix en permettant que le crédit s'accroisse proportionnellement au volume des transactions est inférieur au taux naturel. D'ailleurs la stabilité de la valeur de la monnaie n'empêcherait pas les troubles d'équilibre, ni le changement de distribution des ressources productives entre biens de production et de consommation.

La thèse centrale de M. Hayek, c'est que la cause des troubles cycliques réside dans la chute du taux du marché en dessous du taux d'équilibre, c'est-à-dire dans un accroissement de numéraire—qu'il cause une hausse du niveau de prix ou qu'il compense seulement l'influence d'une augmentation simultanée de production.

Comment cette discordance des deux taux peut-elle amener une surproduction qui conduit inévitablement à la crise économique ? Le système bancaire a le pouvoir de créer des dépôts et son intérêt l'y pousse. Soit une banque qui accroît le volume du crédit : cette expansion se propage d'une banque à l'autre (par exemple l'ouverture d'un dépôt permettra de déposer de nouveaux fonds dans une autre banque), et ainsi une impulsion isolée déclenche la suite des événements. Tout réside dans le fait que ce développement du crédit peut avoir lieu sans que le taux s'élève, c'est-à-dire sans que le coût de production soit accru.

Tant que dure cette expansion, une banque isolée ne peut appliquer le seul moyen de réduire le crédit, élever le taux. Il n'y aura d'action commune que si les demandes d'espèces obligent à protéger les réserves, ou bien si la banque centrale élève le taux d'escompte. « La cause déterminante des fluctuations est alors le

fait que, par suite des variations du volume de la circulation, le taux bancaire n'est pas toujours égal au taux d'équilibre, mais est déterminé en ses mouvements à court terme par la liquidité bancaire » (Hayek *Geldtheorie*, p. 303).

Cette analyse constitue une des parties les plus originales de l'œuvre de M. Hayek. L'expansion de crédit ne dépend donc pas de l'action simultanée de l'ensemble du système bancaire, mais commence en une seule banque puis tend à devenir générale.

Aux théories de Wicksell et de M. Mises, qui utilisent avec raison le seul facteur susceptible de relâcher la rigidité de l'équilibre économique, il reproche une analyse trop générale. Elles ne prêtent une influence au facteur « monnaie et crédit » que si la valeur de la monnaie varie, c'est-à-dire si le niveau général des prix change. C'est une vue trop étroite, car de nombreuses fluctuations d'origine monétaire surgies en un point du système économique peuvent dissoudre la rigidité de l'équilibre avant que ne varie le niveau général des prix.

Wicksell et M. Mises notent bien l'abaissement du taux à travers les facteurs monétaires, dont l'influence ne dépend pas du mouvement du niveau général des prix ; « de plus il y a de nombreux phénomènes par lesquels un système économique sujet à des changements dans le volume de la monnaie diffère d'une économie stationnaire... phénomènes qui apparaissent clairement quand on étudie, non les changements généraux de prix, mais tous les changements déterminés par une origine monétaire dans les prix particuliers, par opposition au système de prix de la théorie statique » (*Geldtheorie*, p. 69).

Il faut donc abandonner l'idée que si le niveau général des prix reste constant, les tendances à l'équilibre économique ne risquent pas d'être troublées par des influences monétaires, et inversement que les sources de troubles monétaires ne peuvent agir qu'en modifiant le niveau général des prix. Si au contraire l'on étudie les influences monétaires sur les prix individuels sans se soucier des variations du niveau général des prix, l'on comprend l'inutilité du concept d'une valeur générale de la monnaie, qui serait l'inverse d'un niveau de prix (1). M. Hayek fait de la

(1) M. Hayek pousse peut-être son zèle trop loin et risque de confondre irréalité et abstraction. Un niveau général des prix exprimant une tendance commune à tous les prix n'est pas si irréel qu'il veut bien le dire. Il traduit l'ordre de grandeur de la valeur de la monnaie, née de l'idée que le public s'en fait. En outre, c'est une notion statistique très utile en ce qu'elle permet de fixer les idées, d'ordre qualitatif (indiquant une direction) plus que quantitatif.

théorie de l'influence de la monnaie sur les différents rapports de l'échange entre biens de toutes sortes la quatrième étape de l'étude de l'influence de la monnaie sur les prix. Ceci devient moins étonnant, remarque M. Hayek, lorsque l'on s'aperçoit que le concept de prix relatifs comprend les prix des biens de même sorte à des moments différents : de même qu'en cas de parentés de prix interspatiales, seule une relation des deux prix peut correspondre à la condition d'un équilibre « intertemporel » sans qu'elle soit nécessairement relation d'identité ou relation existant sous un niveau général des prix stable. Au lieu de chercher si la valeur de la monnaie varie, on se demandera si l'état d'équilibre des taux d'échange intertemporels ne subit pas le trouble d'influences monétaires en faveur des biens futurs ou des biens présents.

A la différence des autres biens, la valeur de la monnaie n'a pas d'importance. La seule chose intéressante est de savoir comment la monnaie affecte les valeurs relatives des biens en tant que source de revenus ou moyen de satisfaire des besoins, sous quelles conditions elle reste « neutre ».

CHAPITRE II

L'analyse de la production industrielle.

§ 1. — *Les causes de variation de la production* (1).

M. Hayek distingue, dans les théories économiques contemporaines, trois sortes d'explications relatives à la nature des causes de variation dans la production industrielle.

— Ces variations résulteraient des changements du bon vouloir des individus à travailler. En Angleterre, où persistent les théories de la valeur fondées sur le « coût réel », cette explication connaît un gros succès dont témoignent les livres de M. Robertson. Mais elle reste artificielle, et son exactitude soumise aux questions de fait.

— Les variations ne dépendraient que du changement du montant de facteurs de production utilisés. La demande de capital est dérivée de la demande de biens de consommation, et s'élève lorsque s'accroît son caractère rémunérateur. La structure générale peut se diviser en industries occupées à produire des biens de consommation et industries fabriquant des instruments de capital que l'on utilisera à produire des biens de consommation.

Le premier groupe a besoin de la production du second, qu'il utilise totalement en état d'équilibre, pour remplacer le capital usé, accroître la quantité de types de capital lorsque surgissent des profits exceptionnels dans la production courante de biens de consommation, et enfin établir de nouveaux types de capital. La demande monétaire de capital varie donc directement avec le niveau de prix des biens de consommation.

Cette « explication », d'après M. Hayek, n'en est pas une ; c'est seulement un appel spécieux aux faits. Elle aboutit à considérer tout accroissement de production comme le résultat de l'emploi de facteurs de production auparavant en chômage, et inverse-

(1) Cf. M. Hayek : *Prices and production*, 2^e conférence.

ment — sans chercher si le changement de la quantité de ressources mises en œuvre implique un changement correspondant de production.

De plus cette analyse contient une erreur fondamentale : les deux groupes se concurrencent pour attirer les facteurs de production, et la demande réelle de capital ne peut s'élever en même temps que la demande de biens de consommation. Si les profits de la production de biens de consommation s'accroissent, c'est par rapport à ceux que l'on réalise dans la production de capital, et si le volume de monnaie reste constant, les facteurs de production se déplaceront d'un groupe à l'autre, de sorte que la production de l'un des deux types tombera quand la production de l'autre augmentera.

En réalité l'existence de ressources sans emploi n'est pas une condition nécessaire de l'accroissement de production. Pour expliquer les fluctuations de la production, il faut partir du point où s'arrête la théorie économique générale, c'est-à-dire d'un état d'équilibre où toutes les ressources ont leur emploi — faute de pouvoir expliquer l'existence d'un tel chômage.

— Partir de l'équilibre oblige à traiter les causes de variation de la production industrielle, qui sont les changements dans le mode d'emploi des ressources, en étudiant d'abord les fluctuations engendrées dans les industries considérées isolément, puis dans la production industrielle prise en son ensemble. Il ne s'agit pas là des changements réalisés grâce au progrès technique, mais du passage à des méthodes de production d'un caractère capitaliste plus accentué, c'est-à-dire tendant à employer les ressources à satisfaire des besoins plus éloignés dans l'avenir. Ce n'est que par l'analyse de ce phénomène qu'il sera possible de démontrer comment peut surgir une situation où il est temporairement impossible d'employer toutes les ressources susceptibles d'être mises en œuvre.

§ 2. — *Le schéma de la production* (1).

Le rapport du capital employé et de la production s'exprime en termes de temps, il est plus ou moins « indirect », Produire des biens de consommation suppose des procès productifs se développant sur une période antérieure ; la production, prise en son

(1) Cf. *Prices and production*, 2^e conférence, § V et suivants.

sens le plus large, englobe toutes les opérations nécessaires pour apporter des biens entre les mains du consommateur.

La terre et le travail, que M. Hayek baptise « moyens originaires de production », coopèrent à la production de matières premières qui passent par les « produits intermédiaires » successifs jusqu'au produit fini. Les « facteurs de production » comprennent également le capital, c'est-à-dire tous les facteurs dont se tire « un revenu » sous forme de salaire, de loyer ou d'intérêt.

Les biens de production sont les biens qui existent à tout moment en dehors des biens de consommation, c'est-à-dire qui sont employés directement ou non dans la production des biens de consommation.

En ce qui concerne les biens instrumentaux durables, la production de biens de consommation n'occupe, à tout moment, qu'une fraction égale à la dépréciation de ces biens, qui forme la partie « couramment employée et renouvelée ».

En allant des produits intermédiaires aux moyens originaires qui les créent, le coût de la production courante de biens de consommation s'exprime en termes de travail et de terre, et en périodes de temps écoulées depuis leur application : la moyenne de ces périodes mesure la « longueur du procès indirect ». En allongeant le procès de production, on peut produire davantage avec autant de moyens originaires. Tout changement dans la durée de la méthode de production implique des changements définis dans la structure de production.

M. Hayek représente la marche de la production par un diagramme, un triangle de valeur qui suit les biens durant le procès de production.

Si l'on considère des applications successives de moyens originaires de production à la fabrication de biens de consommation, et si on les représente par l'hypoténuse d'un triangle rectangle, la valeur de ces moyens est la projection horizontale de cette hypoténuse. Sa projection verticale, divisée de haut en bas en périodes arbitraires, exprime le cours du temps. L'inclinaison de la ligne qui représente les moyens originaires traduit leur emploi ininterrompu durant tout le cours de la production. Le bas du triangle enfin est égal à la valeur de la production de biens de consommation (1), (2).

(1) M. Jevons avait employé un diagramme analogue pour illustrer sa théorie du capital (*The Theory of political economy*).

(2) Il est clair, ajoute M. Hayek, que la proportion entre le montant de pro-

Cette figure représente des valeurs et non une production physique ; elle ne retrace pas le profit supplémentaire que l'on retire de l'emploi des méthodes indirectes de production. Négligeons l'intérêt du capital, reçu par les propriétaires de moyens originaires de production au même titre que les salaires et les loyers, en supposant qu'ils gardent la propriété des produits intermé-

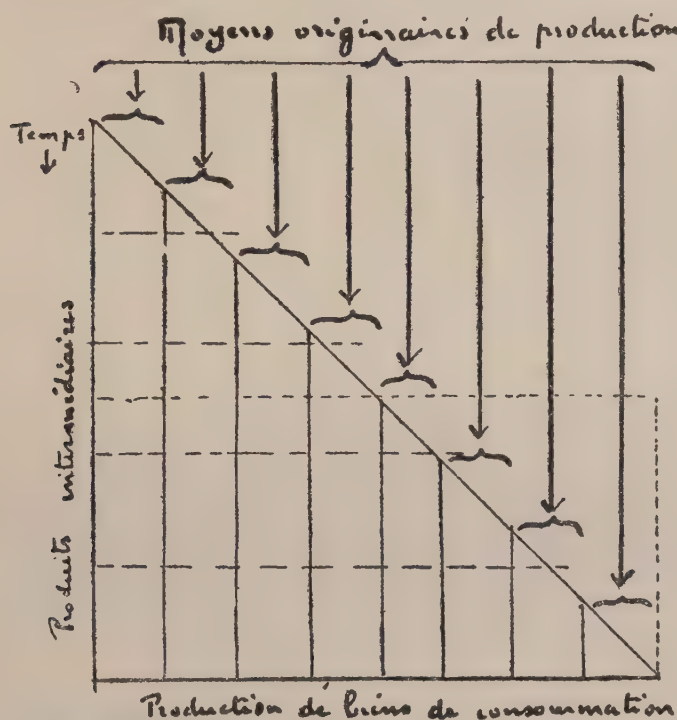


Figure 1

diaires jusqu'à leur vente sous forme de biens de consommation.

Pour la clarté de l'analyse aussi bien que pour se rapprocher

duits intermédiaires nécessaire à la production continue d'une quantité donnée de biens de consommation (aire du triangle), et le montant de cette production, doit croître avec la longueur du procès indirect. Dans le cas de la figure 1 où les moyens sont appliqués à taux constant, le temps moyen qui s'écoule entre l'application des moyens originaires et l'achèvement des biens de consommation est juste la moitié du temps entre l'application de la première unité de moyens et l'achèvement du procès : d'où la représentation du montant total de produits intermédiaires par un rectangle de moitié de hauteur et d'aire égale, qui permet de juger plus facilement de la grandeur relative de l'aire.

de la réalité, divisons le procès continu en périodes distinctes et supposons que les biens passent, de façon intermittente, à intervalles de temps égaux, d'un étage de production au suivant. Si l'on trace à travers la figure 1 des sections transversales, qui correspondent aux périodes choisies, et si l'on note le montant des

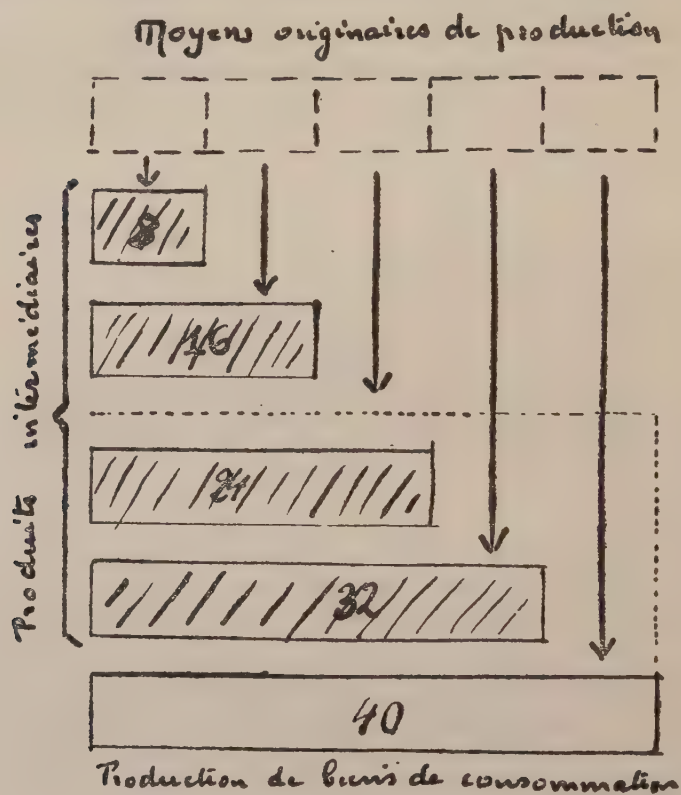


Figure 2

biens qui s'écoulent à chaque coupe réalisée dans la figure en les représentant par des rectangles de grandeur correspondante, on obtient la figure 2. Chaque bloc ombré représente le produit de l'étage correspondant de production, tel qu'il est transmis au suivant ; les différences de grandeur correspondent au montant de moyens originaux employés. Quant au bloc blanc, c'est la production de biens de consommation durant la période de production : dans l'état stationnaire considéré, elle est égale au revenu

total des facteurs de production et s'échange contre ce revenu. La proportion de sa surface à celle des blocs ombrés exprime le rapport entre les productions de biens de consommation et de produits intermédiaires (ou entre la consommation et les investissements, nouveaux ou renouvelés).

En résumé ce diagramme indique :

— Le « progrès technique » des biens venant des étages supérieurs vers le bas. Il s'accompagne d'une croissance ininterrompue en valeur, représentée par l'élargissement du triangle, qui est égale, d'un étage à l'autre, à la valeur des services rendus par les facteurs de production autres que les produits intermédiaires employés à cet étage.

— L'« application des moyens originaux de production » aux étages successifs de la production de biens de consommation, sur le produit de l'étage antérieur pour le transférer à l'étage qui lui succède en technique et en valeur. Le capital fixe n'apparaît donc dans le diagramme que dans la mesure où il est nécessaire de lui appliquer une certaine quantité de moyens originaux pour le maintenir en bon état. Ainsi dans le cas de la mine, où le premier étage de production est l'extraction, le travail et l'emploi de la terre d'une part, le travail nécessaire pour garder la mine en bon état de l'autre, constituent les deux groupes de moyens originaux ; l'outillage n'apparaît pas dans le diagramme sauf dans la mesure où il faut lui consacrer du travail pour maintenir son efficacité ; les salaires de tous ces différents types de travail, les impôts, les profits des diverses sortes de capitaux constituent la valeur du charbon qui se dirige, à l'étage suivant, qui sera par exemple la production de la fonte ; de même à cet étage interviendront d'autres moyens originaux, et le capital fixe (hauts fourneaux, chemins de fer de chargement...) n'apparaîtra que dans la mesure où il doit faire l'objet d'amortissements.

— Les « vagues de monnaie » qui suivent le mouvement inverse des biens et maintiennent cette structure de production. Des achats des biens de consommation, au bas du triangle, l'argent remonte à travers le système, se divise à chaque étage entre les moyens originaux qui y travaillent et les produits intermédiaires des étages précédents. Pour ce dernier usage du diagramme il est nécessaire que l'on ait omis le capital fixe, puisqu'il n'entre dans le flux de monnaie qu'en ce qui concerne les paiements d'intérêt et d'amortissements.

Sous cette forme le diagramme éclaire la relation entre les revenus des consommateurs, les coûts totaux et le coût de production des biens de consommation, contribuant ainsi à la compréhension de la circulation monétaire.

§ 3. — *Les conditions d'équilibre de la production* (1).

Pour mettre en relief la relation qui existe entre les quantités de monnaie employées aux différents étages et les mouvements des biens, supposons d'abord que les biens qui se dirigent vers l'étage de la consommation s'échangent contre monnaie à des intervalles égaux qui correspondent à nos périodes unitaires de production.

En ce cas la proportion des sommes de monnaie dépensées en biens de consommation et en produits intermédiaires est égale à la proportion entre demandes de biens de consommation et de produits intermédiaires, qui elle-même correspond, en état d'équilibre, à la proportion entre la production de biens de consommation en une période et la production de produits intermédiaires de tous les étages précédents en cette période. D'après les hypothèses qui ont été formulées plus haut, toutes ces relations sont égales au rapport qui existe entre le rectangle blanc et l'aire ombrée totale (2).

Cette méthode d'analyse permet de rendre clairs certains faits fondamentaux :

— La monnaie dépensée en toute période en biens de production (matières premières, produits demi finis et tous autres moyens de production) est bien supérieure à la somme dépensée en biens de consommation durant la même période. Le fait que les coûts totaux de production ne sont pourtant pas supérieurs à la valeur des biens de consommation produits s'explique par le fait que chaque bien, dans sa course de la matière première au produit fini, est échangé contre de l'argent en moyenne autant de fois que la somme consacrée à l'achat de moyens de production à chaque période excède la somme dépensée en biens de consommation. Ainsi aux Etats-Unis, ce rapport des deux catégories de dépenses se chiffre à la moitié. Smith nie cette proposition : « la valeur des biens qui circulent entre les marchands ne peut excéder la valeur

(1) *Prices and production*, 2^e conférence, § VIII et suivants.

(2) Dans le cas de la figure 2 la longueur moyenne du procès est de deux étages et le montant des produits intermédiaires double de la production de biens de consommation.

de ceux qui s'échangent entre marchands et consommateurs ; tout ce que le marchand achète devant finalement être vendu au consommateur », et sur lui s'appuieront d'autres économistes, ainsi MM. Foster et Catchings (1). Mais c'est inexact : la plupart des biens s'échangent plusieurs fois contre monnaie avant d'être vendus aux consommateurs.

— Ce que l'on appelle généralement l'équipement en capital de la société (total des produits intermédiaires) n'est pas une grandeur invariable, indépendante des décisions individuelles. La structure de production ne reste la même que si les entrepreneurs estiment profitable de réinvestir en biens intermédiaires de même sorte la proportion habituelle de la vente de ce qu'ils produisent à leur étage : or le caractère rémunérateur d'un tel investissement dépend des prix de vente de la production de leur étage, ainsi que des prix qu'ils paient aux moyens originaux et aux produits intermédiaires de l'étage précédent. Par conséquent les prix des produits de chaque étage constituent un facteur très important pour déterminer la direction de la production. Tout dépend de la grandeur des profits que l'on espère retirer de la production d'un produit intermédiaire particulier.

Le maintien de la structure capitaliste de production dépendra donc de la stabilité de la proportion entre les sommes consacrées aux biens de production et aux biens de consommation : tout changement de cette proportion modifiera la structure.

On pourrait être tenté de considérer tout nouvel investissement dans une firme comme un accroissement net des moyens utilisables à la production, et négliger que dans le cours normal des affaires de nombreuses firmes subissent des pertes et ne peuvent par conséquent réinvestir une somme égale au coût de leur production courante. En ce cas, pour maintenir la demande relative de biens de production à son niveau, il faut combler ces pertes par de nouvelles épargnes dans un autre secteur de la production. Seule la part des épargnes qui excède des pertes peut être considérée comme une addition à la demande de biens de production.

La question qui se pose est la suivante : comment s'exécute dans la réalité un passage des méthodes de production existantes, à d'autres méthodes plus ou moins capitalistes, et quelles sont les conditions d'un nouvel équilibre ?

(1) Cf. *Profits*.

Cette transition se produit lorsque la demande totale de biens de production varie par rapport à la demande de biens de consommation. Ce paragraphe sera consacré au cas où ce changement résulterait d'une variation de l'épargne volontaire.

Le trait remarquable de l'épargne, pour M. Hayek, c'est qu'elle modifie la forme du triangle. C'est un fait technique fondamental qu'allonger le triangle, c'est-à-dire intercaler de nouveaux étages plus spécialisés, a pour résultat d'accroître la production de biens de consommation obtenue avec un montant donné de moyens originaires. Cet allongement du procès ne peut résulter que d'une diminution relative de la dépense en biens de consommation, d'une augmentation relative de la dépense en biens de production. Aux étages inférieurs du procès, la diminution des dépenses faites à ces étages abaisse le profit des facteurs de production qui s'y emploient ; au contraire, l'investissement des épargnes accroît la demande aux étages supérieurs qui sont chargés de la production du capital. Aussi les facteurs de production qui en auront la possibilité tendront à se déplacer vers les étages supérieurs, et la base du triangle se contractera dans la même proportion. Ce qui peut s'expliquer ainsi : l'expansion relative de la demande de biens de capital fait naître des profits dans leur production, y attire ainsi les facteurs mobiles puisque c'est le seul procédé qui permette d'accroître la production physique de capital. Ainsi développée, celle-ci accroîtra l'efficacité des autres facteurs de production et le volume de biens de consommation s'augmentera de même. Ainsi les prix et les coûts des biens de consommation et des produits intermédiaires s'abaissent, et par suite du transfert d'un certain nombre de facteurs à la production du capital, la fraction de revenu gagnée dans la production directe de biens de consommation subit un déclin permanent, et de même la proportion entre le coût de cette production et les coûts totaux.

Tout ceci peut se traduire sur le diagramme précédemment utilisé. Supposons, en partant de la figure 2, que les consommateurs épargnent et réinvestissent le quart de leur revenu monétaire d'une période, et persistent dans cette épargne. La proportion des demandes de biens de consommation et de produits intermédiaires passe de 40/80 à 30/90. Les fonds supplémentaires qui peuvent se consacrer à l'achat de produits intermédiaires doivent s'employer de telle sorte que la production de biens de consommation puisse se vendre pour cette somme réduite : par conséquent la longueur moyenne des procès indirects (et sur la figure

le nombre d'étages) doit s'accroître au degré auquel la demande de produits intermédiaires s'est développée par rapport à la demande de biens de consommation, donc dans la proportion de 2

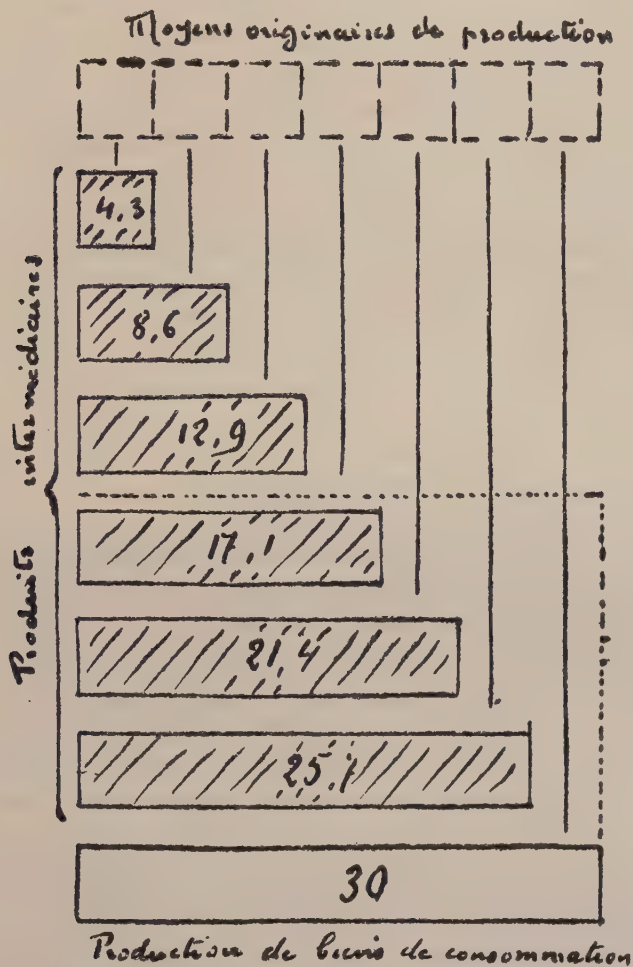


Figure 3

à 3. Le nombre d'étages de production passera ainsi de 4 à 6 (1). Le flot de monnaie qui s'écoule des biens de consommation aux

(1) Les grandeurs relatives des deux figures sont exprimées en monnaie.

Dans *Paradox of saving*, M. Hayek a analysé cette transition suivant une méthode différente que l'on trouvera analysée dans la IV^e partie de cette thèse (section I, ch. II).

moyens originaux de production s'est allongé et rétréci ; l'étage inférieur (qui représente la dépense de consommation et le revenu des facteurs) est passé d'une façon permanente de 30 à 40. Donc le prix d'une unité de facteurs de production (dont le montant total reste constant et doit s'échanger contre une somme moindre) diminuera dans la même proportion, et le prix d'une unité de biens de consommation, dont les méthodes indirectes ont accru le volume de production, tombera encore davantage. De même l'on dépense moins aux étages inférieurs, plus aux étages supérieurs et davantage en produits intermédiaires par suite de l'addition de nouveaux étages. Au changement de distribution de la monnaie dépensée entre les différents étages correspond un changement analogue dans la distribution du total des biens.

Sous les hypothèses précédemment posées, la variation initiale des demandes de biens de consommation et de produits intermédiaires devient permanente, et un nouvel équilibre peut s'établir. Le montant de monnaie en circulation reste inchangé malgré l'augmentation du chiffre d'affaires total et de la production de biens de consommation, sans que cela puisse s'opposer à l'accroissement de production : la dépense totale en facteurs de production peut encore être couverte par le produit des ventes de biens de consommation.

Si l'on abandonne l'hypothèse initiale, que durant le procès de production les produits intermédiaires s'échangent contre monnaie à des intervalles égaux, on peut considérer le cas où dans toute la ligne de production, l'ensemble du procès est réalisé par une seule firme. En ce cas les seuls paiements monétaires s'effectueront à la vente des biens de consommation et au moment de l'emploi des moyens originaux, tandis qu'il n'est plus nécessaire d'utiliser une part du courant monétaire à l'achat des produits intermédiaires.

Ce cas est essentiel, bien qu'au prime abord il paraisse exceptionnel :

— En partie parce que dans l'ordre économique existant les étages de production ne sont pas toujours divisés en entreprises séparées, et par conséquent une augmentation de leur nombre n'accroît pas forcément le nombre d'entreprises indépendantes,

— principalement parce que l'allongement du procès ne se manifestera pas forcément par un plus grand nombre d'étages diffé-

rents (comme on l'a supposé pour simplifier) mais par l'allongement du procès continu.

Si l'on considère la figure 1, la base du triangle représente les paiements effectués à l'achat des biens de consommation, et toute recette pourra aussitôt être dépensée en moyens originaires.

On suppose seulement ici l'intégration d'une ligne de production unique, et non la fusion en une seule entreprise de toutes les branches de production. En ce dernier cas il n'y aurait plus de stimulant à épargner ou à investir les épargnes individuelles. Cette entreprise pourrait déterminer à son gré la proportion de moyens originaires qui se consacrerait à la consommation courante. Ce n'est que si les branches de production se disputent les moyens originaires qu'il leur faudra disposer de ressources additionnelles pour s'en procurer de nouveaux, nécessaires à l'accroissement de l'équipement.

On peut montrer sans difficulté que pour transférer des épargnes monétaires en capital additionnel, l'investissement doit conduire à une diminution du courant monétaire consacré à l'achat (au moins durant la période de transition), c'est-à-dire à ralentir la *circuit velocity* de la monnaie, et qu'on ne pourra utiliser au mieux les épargnes que si l'offre de monnaie reste inchangée et si le prix unitaire du volume plus grand de la production a diminué.

En effet, si une industrie ainsi intégrée décide d'épargner, et d'investir une partie de ses profits pour allonger le procès, elle pourra garder constante sa demande de moyens originaires bien que, par suite de la transformation de la production, elle apporte temporairement sur le marché un volume diminué de biens de consommation : c'est la condition nécessaire de l'augmentation de la durée du nouveau procès. Les épargnes compensent la diminution des recettes, tandis qu'elle entreprend des procès plus productifs. Une partie des épargnes sera donc distraite de l'achat des moyens originaires, consacrée à combler l'intervalle qui apparaît à la fin de la période où sans rien vendre, la firme doit continuer à payer des coûts de production. Le temps durant lequel elle pourra couvrir cette différence au moyen de ses épargnes, limite l'allongement possible.

Donc en ce cas, à la différence du précédent où il y avait des étages indépendants, la demande monétaire de biens de consommation n'est que temporairement réduite : leurs prix ne tomberont qu'à l'inverse de leur accroissement de quantité, tandis que le revenu payé aux facteurs restera le même.

Conclusion toute provisoire d'ailleurs, car elle ne tient pas compte de la position de la firme par rapport aux autres firmes qui seront forcément affectées par le changement des prix relatifs et des taux d'intérêt qui accompagne inévitablement un tel procès.

Comment se fait-il que la quantité de monnaie inchangée reste suffisante malgré l'augmentation du montant des produits intermédiaires ? Parce qu'il y a troc entre les étages. La division du procès continu de production en étages séparés est arbitraire, mais elle a le mérite de faire apparaître le concept d'un volume relatif du flot de biens en toute période, en comparaison du montant de biens qui s'échange contre monnaie durant la période considérée. Dans le cas précédent, la monnaie est devenue « plus apte » à assurer le mouvement des biens, en ce sens qu'un montant donné d'échanges contre monnaie suffit à présent à permettre le mouvement d'un plus grand volume de biens (1).

On peut donc parler de la « proportion entre le montant de biens qui s'échange contre monnaie et le flot total de biens » — qu'il ne faut pas confondre avec la proportion entre le volume des paiements monétaires et le volume physique du commerce : la première peut rester constante quand le commerce se développe par rapport aux paiements monétaires totaux, et le niveau des prix tombe. Elle dépend, non des variations du montant de monnaie ou du volume du commerce, mais du fait que, à certaines périodes, les biens changent de main ou non. Ce concept s'applique de même au domaine de la consommation : une part variable de la production totale de biens de consommation s'échange contre monnaie avant d'être consommée ; de même il existe une proportion entre la production totale de biens de consommation et la production vendue contre monnaie, proportion qui peut varier aux divers étages ; et tout changement de proportion à un étage exerce sur la structure les mêmes effets qu'un changement du montant de monnaie dépensé à cet étage.

(1) M. Hayek remarque que la valeur totale du flot de biens se dirigeant à la consommation durant chaque période est sans doute en relation étroite avec le « capital libre », dont l'offre détermine le taux d'intérêt, en même temps que l'épargne nouvelle. Le capital restant investi en biens durables n'affecte le taux que du côté de la demande, en influençant les occasions de nouvel investissement.

CHAPITRE III

Les disparités des prix durant le cycle (1).

« Le premier effet de l'augmentation de l'activité productrice, née des prêts bancaires consentis au-dessous du taux d'intérêt naturel, c'est la hausse des prix des biens de production par rapport aux biens de consommation. Mais un mouvement inverse apparaît bientôt : les prix des biens de consommation s'élèvent tandis que les biens de production s'affaissent, c'est-à-dire que le taux d'emprunt s'élève et se rapproche à nouveau du taux naturel », écrivait déjà M. Mises dans *Theorie des geldes*, — et M. Hayek, plaçant cette citation au seuil de son étude, fonde ainsi sa théorie dans le prolongement de la doctrine de M. Mises.

Il commence par écarter comme point de départ de cette analyse les changements des niveaux de prix aux divers étages de la production, car ce serait employer la méthode des « moyennes de prix » condamnée dans le premier chapitre. D'ailleurs cette méthode ne conviendrait pas : le transfert des biens d'un étage à l'autre ne se produit que lorsque varie le caractère profitable de l'emploi de ces biens aux différents étages, ce qui implique une fluctuation des prix qu'ils obtiennent à ces étages.

D'après la terminologie de M. Van Wieser, M. Hayek distingue entre biens « non spécifiques » et biens « spécifiques » :

— Les premiers peuvent s'employer à tous les étages de la production, ou du moins à de nombreux étages : c'est le cas, en général, des moyens originaires, des matières premières, d'une grande partie de l'outillage.

— Les seconds ne trouvent à s'employer qu'à un seul étage, ou tout au moins à peu d'étages : outillage très spécialisé, produits demi-finis.

Distinction qui n'est pas absolue mais relative.

(1) Cf. M. Hayek : *Prices and production*, 3^e conférence.

Deux propositions peuvent être établies tout d'abord :

— Des biens de production employés à des étages différents ne peuvent sur une période un peu longue, procurer des profits ou obtenir des prix différents ;

— Seules des divergences temporaires entre les prix offerts aux étages peuvent provoquer un déplacement des biens de production vers les prix les plus élevés, jusqu'à ce que l'équilibre apparaisse.

Si l'on néglige la possibilité d'un changement technique qui modifierait l'utilité d'un bien de production particulier, la variation du profit retiré de l'emploi d'un bien de production résulte d'un changement de prix du produit de l'étage de production considéré.

Les prix des étages dépendent du prix du produit final, mais il ne faut pas oublier la possibilité de changements entre les demandes de biens de production et de consommation, qui entraînent une modification dans la relation existant entre le montant de biens originaires employés et la production de biens de consommation, c'est-à-dire une variation de la durée du procès de production (étudiée dans le précédent chapitre, mais en négligeant les « marges de prix » qui en découlent). Suivant en cela Bohm-Bawerk, M. Hayek rapporte le taux à ces « marges de prix ». En équilibre : les prix sont égaux aux coûts (comprenant le profit normal). Si par « marge » on entend la différence entre les prix et les coûts, sauf l'intérêt, la « marge » est égale à l'intérêt par définition. Lorsque le taux d'intérêt s'abaisse, les coûts diminuent ; les producteurs qui bénéficient d'un profit additionnel augmentent leur demande de biens de production dont les prix s'élèvent, et enfin la production accrue de biens de consommation entraîne leur baisse. Pour que l'équilibre subsiste, les changements de prix doivent compenser exactement la chute du taux, mais seulement en ce sens que les prix doivent s'ajuster aux coûts sans laisser de place aux profits exceptionnels.

L'hypothèse de M. Hayek, que l'intérêt n'est que le paiement d'un facteur de production, suppose que, à chaque étage, les recettes excèdent les débours : sans ces marges, le risque de l'investissement n'est compensé par aucune chance de profit. Sans prétendre chercher le rapport entre ces marges et les avantages des méthodes indirectes de production, on peut poser seulement que

ces marges doivent diminuer quand les procès indirects se développent, et inversement (1).

M. Hayek part des changements dans les demandes relatives de biens de consommation et de biens de production, et étudie leurs effets sur les prix particuliers et sur le taux d'intérêt.

Si l'épargne volontaire augmente, les biens de production suivent aussitôt une ascension parallèle, par rapport aux biens de consommation. Mais les prix des biens de production ne monteront pas tous également, ni sans exception. C'est ainsi qu'à l'étage qui précède immédiatement l'achèvement du bien de consommation, l'effet de la chute des biens de consommation se fera sentir bien plus que l'accroissement de la demande de biens de production : il est clair que le prix du produit de cet étage subira une baisse, mais celle-ci sera moins accentuée que celle du produit fini. Par conséquent la marge de prix entre les deux derniers étages se rétrécira et l'investissement au dernier étage procurera de moindres profits qu'aux étages supérieurs : il en résultera une tendance au transfert d'une partie des fonds vers les étages supérieurs, incitant elle-même à restreindre les marges de prix à l'étage précédent. La tendance à une hausse cumulative des prix aux étages supérieurs l'emporte alors sur la tendance à la baisse : les prix s'élèvent non seulement en raison de l'augmentation de la demande de biens de consommation, mais aussi parce qu'on peut y obtenir des profits comparativement plus grands qu'aux étages inférieurs. Le résultat final, c'est que les marges de prix entre étages auront décru d'un bout à l'autre du procès de production.

Les perspectives de profit subissent inévitablement l'influence de ces variations des prix relatifs, et par suite l'emploi des biens de production. Des biens non spécifiques seront attirés vers les étages supérieurs jusqu'à ce que la diminution des profits réalisés en ces étages ait égalisé les bénéfices entre les étages.

(1) « Le taux d'intérêt guide le système d'un équilibre à l'autre en deux sens : — au sens ordinaire et non monétaire : d'après lui l'épargne choisit les lignes d'investissement les plus profitables ;

— ses mouvements d'autre part abaissent les coûts monétaires de production non seulement au-dessous du nouveau niveau de prix né du mouvement de l'épargne, mais aussi du niveau qui résulte de l'accroissement de biens de consommation. Pour M. Hayek la chute du taux d'intérêt peut maintenir l'équilibre monétaire dans la production de biens de consommation quand les prix tombent et par le maintien de cet équilibre et en faisant du capital le facteur le meilleur marché, amène la demande de capital à s'élever juste après l'augmentation d'épargne » (Durbin : *Purchasing power and trade-depression*, ch. IV).

Le rétrécissement général des marges entre étages permettra même de commencer la production en des étages nouveaux, plus éloignés du produit fini et auparavant improfitables. Ainsi s'augmente la durée moyenne qui s'écoule entre l'application de la première unité de moyens originaires et le produit fini, en même temps que s'allonge le procès, c'est-à-dire le nombre d'étages.

Mais tandis que les prix des biens non spécifiques se sont élevés, les prix des biens spécifiques ont suivi une marche différente. Si le bien spécifique considéré n'est adapté qu'à un étage de production relativement bas, l'insuffisance relative des biens non spécifiques susceptibles d'être utilisés à cet étage restreindra le profit qu'on peut tirer de son emploi, et inversement. D'autre part les nouveaux étages apparus dans le procès nécessiteront l'emploi de nouveaux biens spécifiques, nouveaux produits ou ressources naturelles jusque-là non rentables.

Lorsque la demande de biens de consommation s'accroît par rapport à la demande de biens de production, l'analyse ci-dessus est exactement inversée, sauf quelques exceptions.

Les relations de prix définitives ne s'établiront qu'après l'achèvement de transferts considérables de biens provoqué par les disparités des prix relatifs. Aussi cette adaptation exigera-t-elle du temps, suscitera-t-elle des contradictions temporaires entre l'offre et la demande. Mais il y a un facteur qui subit aussitôt les mouvements définitifs que subiront par la suite les prix relatifs et qui pourrait donc guider l'entrepreneur, c'est le taux d'intérêt. Toutefois M. Hayek a supposé jusqu'ici qu'il y avait identité entre l'épargnant et le personnage qui investit les épargnes : ce n'est que rarement le cas. Le plus souvent les épargnes changent de main, et c'est sur le marché de l'emprunt que se décide qui investira les fonds résultant de l'accroissement d'épargne. Le nouveau taux d'intérêt sera déterminé par l'importance de ces fonds et par les espoirs de profit. Si les prévisions des entrepreneurs qui emploieront ces fonds sont exactes, le nouveau taux d'intérêt correspondra au système de marges de prix qui s'établira finalement, une fois l'adaptation achevée. En ce cas il ne se produira pas d'extension de production trop poussée par rapport aux fonds disponibles.

Le sens de ces ajustements du mécanisme des prix s'éclaire si l'on cherche ce qui arrive lorsque le mouvement « naturel » des prix est troublé par des variations dans l'offre de monnaie. On peut distinguer deux cas typiques, suivant que la monnaie additionnelle est employée d'abord à acheter des biens de consumma-

tion, ou d'abord consacrée à l'achat de biens de production.

En cas de retraits de monnaie, il suffit d'inverser la description du retour à l'équilibre troublé par ces injections.

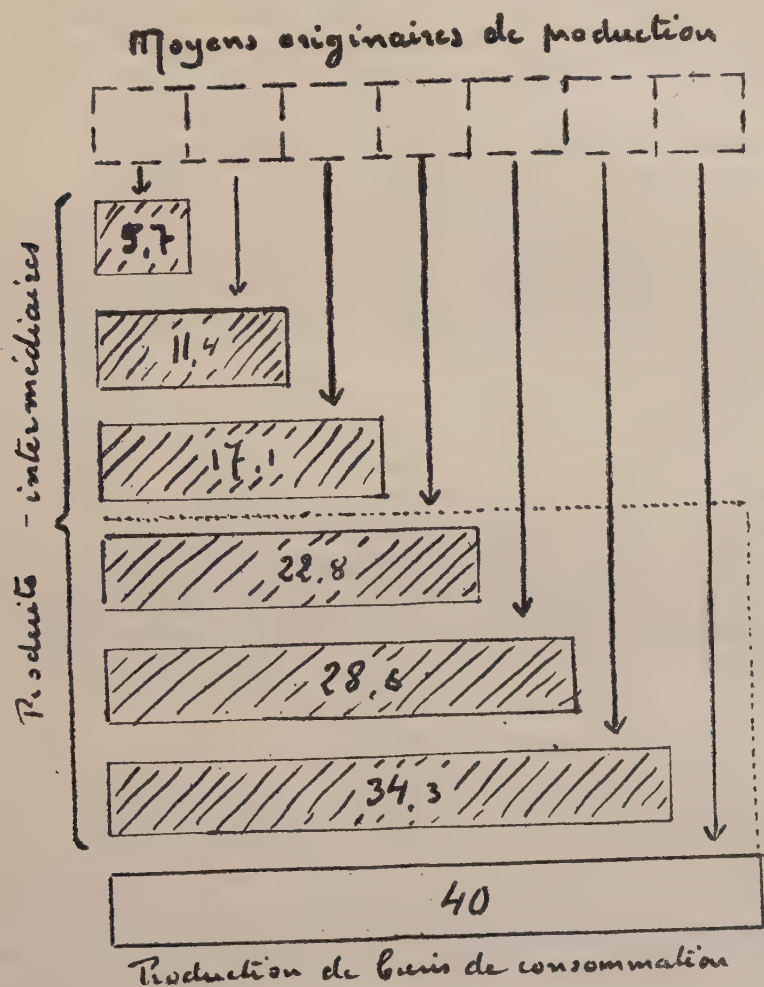


Figure 4

Le cas des crédits à la production :

En ce cas, le taux d'intérêt est abaissé artificiellement au-dessous du taux d'équilibre.

Partons de la figure 2, avec le même changement de proportion entre les demandes de biens de consommation et de produits

intermédiaires, mais résultant cette fois d'octroi de crédits à la production et non plus d'épargne volontaire. D'après la figure 4, les mêmes changements de structure se réalisent : il y a 6 périodes d'emploi des services des moyens originaires de production au lieu de 4, la valeur totale des biens intermédiaires produits en une période est maintenant triple de la valeur des biens de consommation, la production de chaque étage, aussi grande en unités physiques, est supérieure d'un tiers en valeur monétaire.

Les entrepreneurs utiliseront les prêts à l'achat de biens de production, en offrant davantage que ceux qui les employaient auparavant. La baisse du taux modifie aussi la nature lucrative des divers facteurs de production pour les firmes déjà en activité, et celles qui emploient proportionnellement plus de capital en retirent un avantage relatif.

D'anciennes firmes estimeront profitable de libérer une partie des moyens originaires qu'elles employaient auparavant pour des produits intermédiaires d'étages précédents, et la hausse des moyens originaires leur est une nouvelle raison d'agir de cette manière. Elles pourraient certes produire suivant les méthodes qu'elles avaient adoptées antérieurement, mais la hausse de certains biens de production les conduira à les remplacer avantageusement par d'autres facteurs : en particulier elles emploieront plus de produits intermédiaires et de capital, moins de facteurs originaires de production et de biens non spécifiques (1).

Dans le cas d'épargne volontaire, le changement achevé, chacun recevait une part plus forte du revenu total accru et n'avait donc pas de raison d'augmenter la proportion de ses dépenses consacrée à la consommation pour retrouver la proportion antérieure à l'accroissement d'épargne ; en ce cas au contraire l'allongement du procès s'effectuera sans qu'il y ait eu réduction préalable de la consommation. Et même celle-ci peut se poursuivre quelque temps sans être diminuée, car les biens déjà parvenus aux étages inférieurs sont très spécifiques et continueront donc à aller de l'avant.

Mais lorsque c'est la production réduite des étages ayant subi un transfert de biens de production vers les étages supérieurs qui arrivera au stade de la consommation, il s'ensuivra inévitablement

(1) Elles achèteront une partie de ce qu'elles produisaient auparavant et pour le reste produiront sur une plus grande échelle.

une hausse des prix et par suite une restriction forcée de consommation.

Des résistances se feront jour ; on consacrera davantage à la dépense en biens de consommation. Il en résultera un nouveau changement, inverse du précédent, dans le rapport de la demande de biens de consommation à la demande de biens de production,

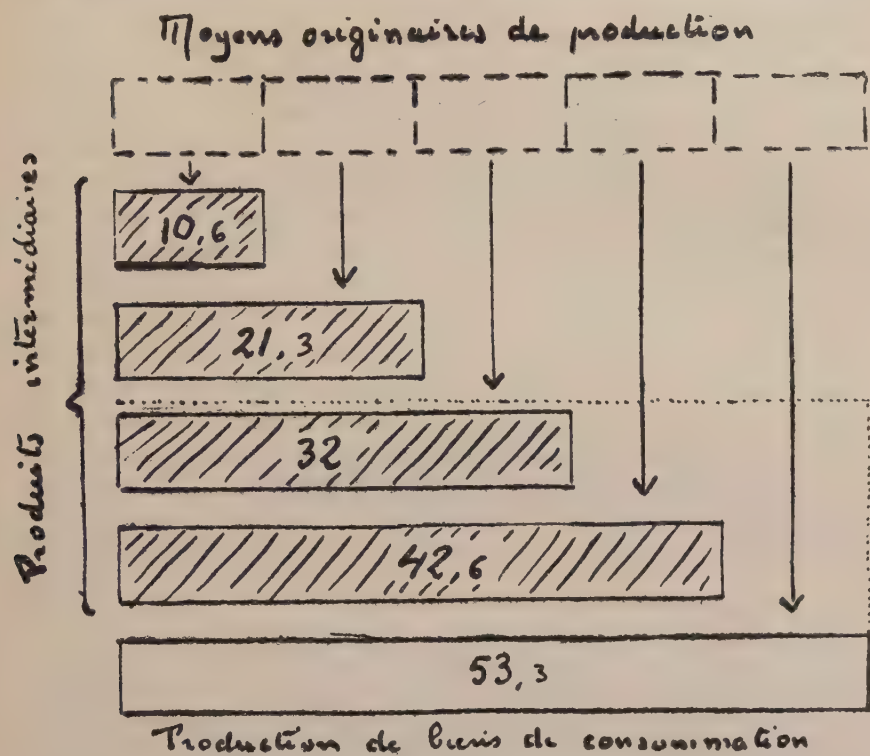


Figure 5

en faveur de la première. Par conséquent les prix de consommation s'élèveront et d'autant plus que cette hausse sera le résultat, non seulement d'une simple augmentation de la demande, mais d'une augmentation de la demande mesurée en monnaie. A moins d'injection monétaire proportionnelle, il faudra revenir à des méthodes de production moins indirectes.

Au début il est probable que de nouvelles quantités de monnaie seront lancées en circulation, car la hausse fortifie l'espoir de

profits et incite à emprunter. Mais les banques ne pourront maintenir indéfiniment l'expansion de crédit — et d'ailleurs les autres effets d'une hausse continue rendraient bientôt nécessaire l'arrêt de l'inflation. Dès lors l'accroissement en valeur absolue de la consommation n'aura plus pour compensation un accroissement proportionnel de la demande de biens de production, fondé sur le crédit.

La structure de production devra revenir à son état antérieur (figure 5). Toute la part de nouveau capital qui s'est investie en un équipement adapté aux seuls procès plus indirects sera perdue. Il n'est pas nécessaire que la proportion entre les demandes des deux types de biens redevienne telle qu'avant, sitôt l'injection de monnaie arrêtée. Certaines entreprises ont pu, grâce aux prêts, réaliser entièrement les nouveaux procès de production plus capitalistes, et recevront des recettes accrues qui leur permettront de poursuivre la production avec les nouvelles méthodes, en dépensant davantage en produits intermédiaires sans restreindre la consommation. Il en va différemment de celles qui n'ont pas achevé la transition lorsque les crédits cessent de croître : ne pouvant plus prétendre à une plus grande part des biens de production utilisables, leurs dirigeants devront abandonner leur tentative (1).

Le cas des crédits à la consommation :

Partons de la figure 3 et supposons qu'après un accroissement de l'épargne, les banques ouvrent des crédits aux consommateurs pour compenser l'augmentation relative de la demande de produits intermédiaires : la proportion entre les demandes des deux types de produits, passée de 40/80 (figure 2) à 30/90 (figure 3) revient à 45/90 (figure 6). La production retrouve sa structure anté-

(1) M. Durbin dans *Purchasing power and trade-depression* soutient une théorie analogue. Le trouble naît, d'après lui, du jeu de l'épargne forcée dans le système d'investissement. L'inflation de billets ou de crédit bancaire amène l'application de quantités accrues de capital et de travail en ces industries telles que la construction et les industries directement subsidiaires. Les épargnes forcées y élèvent les prix et stimulent ainsi leur activité. Matières premières et machines s'élevant, on emploie davantage de travail. A mesure que le nouveau pouvoir d'achat vient en circulation, une plus grande part des revenus achète des biens de consommation. De ce fait, les commerces qui avaient profité de l'offre première d'inflation cessent d'être rémunérateurs. Une nouvelle injection monétaire est nécessaire pour prévenir l'affaïssement, qui finira pourtant par apparaître dans les industries de construction, prélude d'une dépression générale.

rière, moins capitaliste, et le seul résultat de ces crédits est d'annuler l'effet de l'épargne. La seule différence avec la figure 2 est une différence en valeurs monétaires et non en quantités physiques de biens produits, ou dans leur répartition aux divers étages.

D'une façon générale l'effet produit est donc l'inverse du cas des

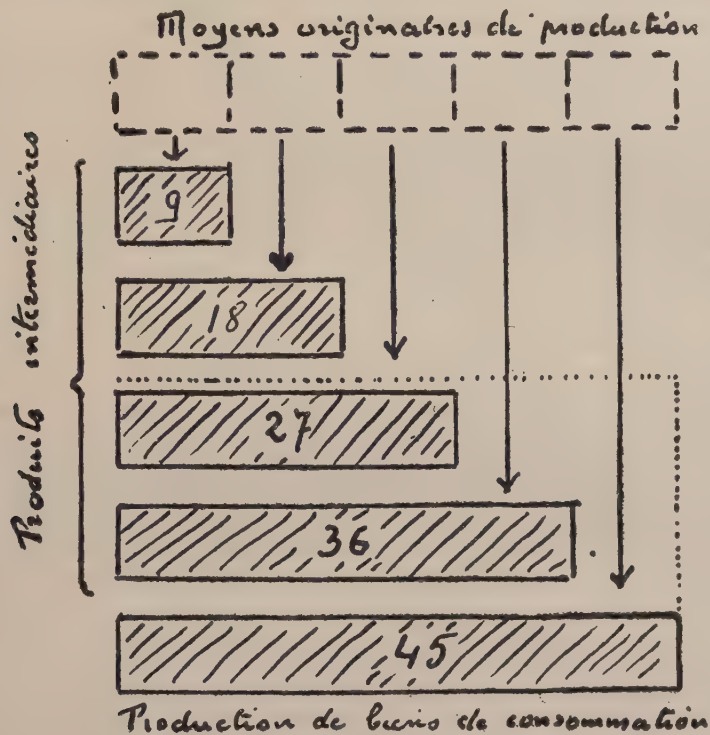


Figure 6

crédits à la production. Toutefois deux différences importantes méritent d'être notées.

Le premier effet de la hausse des biens de consommation est d'augmenter la différence qui existe entre leurs prix et ceux des biens de l'étage précédent, relativement aux marges de prix qui existent entre les étages supérieurs. Donc il se produit un transfert de biens de production, et d'une façon générale, l'élargissement des marges d'un bout à l'autre du procès entraîne un transfert généralisé de biens non spécifiques vers les étages inférieurs.

De cette nouvelle demande de biens non spécifiques naît une hausse relative de leurs prix qui tend à devenir considérable en raison de la hausse temporaire des biens de consommation due à la discordance temporaire entre l'offre et la demande. De plus la rareté temporaire des biens de consommation provoquera au début une tendance à un rétrécissement de la production, rétrécissement plus accentué qu'il ne sera finalement nécessaire, une fois que les prix des biens de consommation auront atteint leur équilibre.

Très vite les procès plus longs apparaissent comme improfitables. Les prix des biens spécifiques, relativement abondants par suite du transfert des biens non spécifiques, s'abaissent bientôt et leur production se restreint : comme c'est surtout le cas aux étages inférieurs, leur chute tend à se généraliser en une chute cumulative des produits intermédiaires. Il en résulte finalement un arrêt brutal du travail aux étages supérieurs des procès plus longs. D'autre part les biens non spécifiques (en particulier le travail aux étages supérieurs) ne trouvent pas d'utilisation parce que leur montant est insuffisant et leurs prix trop élevés pour un emploi rémunérateur dans des procès très indirects. Il n'est pas possible d'absorber immédiatement dans les procès les plus courts qui se développent alors, ceux que les procès les plus longs ne peuvent plus employer. Ce n'est que graduellement que les nouveaux procès pourront absorber tous les biens de production utilisables, à mesure que le produit s'approche de la consommation.

Dans les procès très indirects la production s'arrête dès qu'elle a cessé d'être rémunératrice à la suite de la hausse du taux d'intérêt et du changement des prix relatifs des produits spécifiques qui s'abaissent par rapport aux produits non spécifiques.

Au contraire ce n'est que lorsque les procès plus courts sont près d'être achevés que les biens libérés trouvent un nouvel emploi.

De plus l'incertitude, qui plane d'abord sur les méthodes qui seront rémunératrices une fois disparue la rareté temporaire des biens de consommation, retarde encore l'adaptation finale. Avec raison, les entrepreneurs hésiteront à investir dans un procès de production plus court, qui emploie beaucoup de moyens de production par rapport au capital.

Il est quelque peu paradoxal que ces mêmes biens dont la rareté a causé la crise tombent par la suite en chômage. Mais lorsque la demande croissante de biens de consommation a chassé une partie des biens de production non spécifiques, ce qui reste

ne suffit plus aux procès plus longs et l'on ne dispose pas encore des espèces particulières de biens spécifiques qui sont nécessaires aux procès assez indirects pour employer tous ces biens non spécifiques.

M. Hayek prend l'exemple d'un peuple dans une île déserte en train de construire une machine qui lui fournira tout ce dont il aura besoin : la machine n'est que partiellement construite lorsque s'épuisent ses épargnes et le capital libre utilisable ; il devra alors se consacrer au souci de sa nourriture quotidienne, et cela sans le moindre capital, jusqu'à ce qu'il puisse à nouveau travailler à la machine.

Dans le monde réel l'accroissement des biens de capital a permis à la population de se développer bien plus que s'il n'y avait pas eu cet accroissement : il en résulte que le travailleur isolé dépourvu de capital, ne pourra produire assez pour vivre et pourra tomber temporairement en chômage. Il en est de même pour les biens et services qui ont besoin de la coopération d'autres biens : après le changement de structure né de la crise, ils ne peuvent plus être tous utilisés.

Ainsi s'explique qu'il puisse exister des ressources sans emploi et que par suite on ne puisse vendre, ou seulement à perte — problème central de la théorie des crises.

En résumé il n'y a pas de danger que l'on dépense trop en biens de production par rapport à la consommation tant que la diminution relative de la demande de biens de consommation est permanente, que cette demande ne s'élève pas à nouveau, ce qui aurait pour effet de porter les prix des moyens originaux à une hauteur telle que l'achèvement des procès plus longs deviendrait improductif. Seul le niveau relatif des prix du produit par rapport aux prix des facteurs de production détermine le caractère rémunérateur de la production. C'est donc la grandeur relative de la demande de moyens originaux dans les diverses méthodes de production des biens de consommation qui détermine leur caractère rémunérateur relatif, et non la grandeur absolue de la demande de biens de consommation. En principe, toute partie du courant monétaire total doit suffire à l'achat des biens de consommation produits avec le reste du courant monétaire, tant que leur demande ne s'élève pas brutalement, pour une raison quelconque, par rapport à celle de moyens originaux : en ce cas le montant de produits intermédiaires serait disproportionné par rapport à la nouvelle distribution de la demande et ne pourrait plus se vendre à des prix qui couvrent les coûts. Il ne

s'agit donc en aucun cas du montant absolu de monnaie dépensé en biens de consommation mais seulement de ceci : la demande relative de biens de consommation n'est-elle pas plus grande par rapport au courant monétaire consacré à des buts productifs que le flot de biens de consommation par rapport à la production simultanée de moyens de production ? Ce n'est que dans l'affirmative qu'il sera impossible d'employer les moyens de production de façon rémunératrice, parce que la demande de biens de production sera trop forte et trop urgente pour que puissent s'exécuter les procès plus longs. L'idée d'une surproduction générale par rapport aux revenus normaux des consommateurs est tout aussi dépourvue de sens en économie monétaire qu'en système de troc.

De ce qui précède il résulte que l'octroi de crédits à la consommation, présenté comme un remède à la dépression, aura l'effet inverse. Le cas des crédits à la production est plus complexe. Il est possible, au moins en théorie, que dans la période aiguë de la crise, lorsque la structure tend à se rétrécir plus qu'il ne serait nécessaire, ces crédits puissent être de quelque utilité. Mais leur volume devrait être réglé pour qu'ils compensent exactement la hausse excessive des prix relatifs des biens de consommation, et il faudrait les restreindre au fur et à mesure que les prix tombent et que la proportion entre les offres de biens de consommation et de produits intermédiaires s'adapte au rapport qui existe entre leurs demandes. Et même une fois ces conditions remplies, ils seraient plus nuisibles qu'utiles si les entrepreneurs venaient à juger profitables les procès qui demeureraient trop longs, même après le point culminant de la crise.

Si l'on passe à la dépression qui suit la crise, il est plus difficile encore de discerner comment leurs effets pourraient être durables et utiles. Il vaut mieux que la structure de production s'adapte rapidement et complètement à la proportion entre les demandes de biens de consommation et de biens de production, telle que la déterminent l'épargne et la dépense. Altérer cette proportion par une demande artificielle, c'est lancer à nouveau dans de fausses directions une partie des ressources productives, ajourner ainsi l'ajustement. Il est donc préférable de laisser lentement la structure de production s'adapter aux moyens utilisables pour les besoins de capital. S'il est possible de prévenir la crise en modérant l'expansion de crédit, il n'est pas possible d'en sortir avant qu'elle n'arrive à sa fin.

CHAPITRE IV

Analyse de l'investissement (1).

Ce serait une erreur de croire que l'on peut distinguer entre production de biens d'investissement et production de biens de consommation ; on peut seulement distinguer entre les diverses productions de biens d'investissement suivant la date plus ou moins éloignée qui verra l'achèvement du procès et la production du bien de consommation. Investir, d'après la définition qu'en donne M. Hayek, consiste à produire un outillage plus efficace qui se substituera à l'ancien outillage consommé dans la production courante. Accroître l'investissement n'implique pas forcément qu'à tout moment l'on emploie davantage de moyens originaux dans la production de biens d'investissement, cela implique seulement que les nouveaux procès de production qui s'engagent, grâce à leur durée plus longue, seront tels qu'après quelque temps, une plus grande part de la production prendra la forme « non utilisable » — ce qui ne signifie pas non plus que l'on trouvera sous la forme « utilisable » après le temps habituel, la part de la dépense totale en facteurs qui n'est pas nouvel investissement mais remplacement du capital usé.

Il est difficile de voir le jeu d'un changement du taux d'intérêt si, comme M. Keynes, l'on néglige la part du capital circulant qui coopère avec le capital fixe : comment voir autrement l'effet d'un changement du capital libre sur la valeur du capital investi ? D'une façon générale la théorie économique anglaise insiste à l'excès sur la distinction entre le capital fixe et le capital circulant, ce qui explique que sa théorie du capital soit si peu satisfaisante. Négliger d'autre part le capital de travail risque d'induire en erreur sur le degré et le caractère uniforme de l'effet qu'exerce un changement du taux d'intérêt sur la valeur du capital fixe. Prétendre qu'un mouvement du taux n'exercera aucune influence sur la production du capital fixe, c'est ignorer son effet sur la distribution du capital circulant. La production obtenue avec l'aide du capital

(1) Cf. notamment l'article de M. Hayek : « Paradox of saving » paru dans *Economica* en 1931.

fixe varie beaucoup suivant le montant de capital circulant qui coopère avec lui.

Tout changement du taux d'intérêt modifiera la caractère rémunérateur de l'emploi du capital circulant aux divers étages, suivant la durée de l'investissement envisagé : par voie de conséquence, la variation de l'emploi du capital circulant modifiera la productivité marginale du capital fixe. Ainsi la production et le prix du capital fixe varient lorsque varie le prix du capital de travail complémentaire, différemment suivant les étages. Ce qui détermine le changement du prix du capital de travail, ce sont les moyens totaux dont on dispose pour investir : lorsque ces moyens s'accroissent, ils tendent à abaisser la productivité marginale de tout investissement ultérieur de capital, c'est-à-dire les marges de profit constituées par la différence entre les prix des produits intermédiaires et ceux des produits finis, car les premiers s'élèvent par rapport aux seconds.

Soit une société par actions qui réinvestit une part du profit au lieu de la distribuer. Comment utilisera-t-elle le capital additionnel dont elle dispose ainsi ?

En principe une entreprise considérée isolément peut utiliser ce capital à étendre sa production en employant davantage de facteurs sans changer ses méthodes.

Mais elle ne pourra obtenir le travail et les autres moyens originaires additionnels qu'en les retirant par surenchère à d'autres entreprises qui verront se modifier la proportion existant entre le capital et les autres facteurs et devront passer à de nouvelles méthodes de production.

Si l'entreprise veut utiliser l'accroissement du capital dont elle dispose, à une transition à des méthodes plus capitalistes, elle doit choisir entre l'investissement en capital fixe (= biens de production durables) ou en capital circulant. L'investissement le plus rémunérateur dépend des conditions techniques dans le cas concret.

§ 1. — *Investissement en capital fixe.*

Pour que cet investissement soit profitable, le produit ainsi accru doit permettre de couvrir l'intérêt et la dépréciation du capital investi. Là où s'effectuent les nouveaux investissements, le taux d'intérêt doit être un peu plus haut que dans les autres emplois offerts au capital, mais un peu moindre que le taux antérieur. C'est la chute du taux d'intérêt et le fait que tel investissement est rela-

tivement le plus rémunérateur qui déterminent l'investissement qui sera entrepris. Pour apprécier le caractère profitable d'un investissement, il faut tenir compte du fait qu'après quelque temps les prix de vente de la production accrue baisseront par rapport aux prix des moyens originaires pour une double raison :

— parce que, grâce au nouveau capital, une quantité donnée de moyens originaires produit davantage de biens de consommation.

— parce que la production plus grande de biens de consommation s'échange contre les gains des moyens originaires et le revenu du capital, et que ce revenu ne s'est pas accru au même degré que la production de biens de consommation (en admettant même qu'il n'ait pas subi une diminution nette par suite de la baisse du taux d'intérêt) (1).

Si la quantité de monnaie reste invariable, les prix des biens de consommation subiront non seulement une chute relative mais une chute absolue. Aussi les entrepreneurs n'investiront-ils que dans les emplois qui resteront rémunérateurs même si les prix s'abaissent. Ces emplois sont les seuls qui puissent réaliser sans perte les avantages sociaux de l'épargne.

Même si le volume de monnaie s'accroît de façon à empêcher toute chute des biens de consommation, il faudra finalement qu'un nouvel équilibre s'établisse entre les prix et les coûts. Si l'offre de monnaie ne se produit que lorsque le volume plus grand de biens de consommation arrive au marché, pour se consacrer directement à son achat, il y aura de même hausse de prix des moyens de production, car la stabilité des prix est escomptée et les nouvelles épargnes trouveront plus de débouchés que l'on n'en peut réellement exploiter avec profit. Le taux d'intérêt fait ressortir les investissements les plus profitables, mais seulement lorsque les relations de prix restent en équilibre avec lui. Sinon la sélection s'opère par la hausse des moyens de production à la suite de la concurrence. En ce cas une partie des épargnes se détourne de la création du capital pour enchérir les prix des moyens de production utilisables.

Mais il est peu probable que l'offre de monnaie ne s'accroîtra que lorsque les biens de consommation additionnels arriveront au

(1) La chute du taux nécessite *ipso facto* ce changement relatif dans le prix des moyens de production et des produits parce qu'en équilibre le taux doit correspondre exactement à la différence entre les deux.

marché. Car les extensions que les nouvelles épargnes ont rendues possibles susciteront l'apparition de crédits à la production, et d'autre part, l'absence de chute de prix des produits (bien que les méthodes soient devenues plus capitalistes et plus productives) incitera à emprunter au système bancaire au delà des épargnes volontaires, ce qui accroîtra exagérément la demande de moyens de production. La hausse des moyens annule graduellement la marge de prix trop forte entre les biens de production et les biens de consommation. Ainsi disparaît le stimulant à de nouvelles extensions, tandis que l'on entreprend déjà des procès de production trop longs. Un accroissement du volume de monnaie permettra donc de retirer des industries de biens de consommation autant de facteurs qu'il en faut pour permettre la mise en train de tous les investissements de capital fixe qui semblent rémunérateurs lorsque le taux d'intérêt s'abaisse, les prix restant inchangés.

Mais ces investissements ne peuvent se poursuivre que tant que la monnaie ainsi injectée et employée aux extensions du procès n'est pas dépensée en consommation par les possesseurs des facteurs de production, à moins que l'accroissement de la consommation ne soit compensé par de nouveaux crédits à la production.

Dès que l'augmentation de crédit ne permet plus de retirer assez de moyens de production à la production des biens de consommation, leurs prix s'élèvent, à la fois en grandeur absolue et par rapport aux prix des biens de consommation, et les extensions qui n'avaient été possibles que par suite de la politique de stabilisation des prix apparaissent alors improductives.

Comme il s'agit ici d'outillage durable, qui doit rester en son emploi même s'il cesse d'être rémunérateur, les ajustements seront longs et pénibles. Une partie des épargnes sera définitivement perdue, et l'équilibre s'établira, en dehors de cette perte, là où il se serait d'abord établi si l'offre de monnaie n'avait pas varié, c'est-à-dire au point où la diminution du coût unitaire par suite de l'investissement permet juste de vendre la production finale plus grande, bien qu'une moindre proportion du courant monétaire totale se consacre à son achat.

De même que dans l'investissement en capital circulant, la chute de prix du produit fini se manifeste non seulement en une baisse du prix unitaire, mais aussi en une diminution de la proportion du courant monétaire total qui sert à la consommation.

Mais au contraire, dans le cas de l'investissement en capital circulant, la demande de moyens de production par rapport à la demande de biens de consommation, après un certain temps, ne s'accroît pas du montant total ainsi investi, mais seulement de ce qui est nécessaire à garder intact le capital additionnel. Toutefois, tant que dure la production du capital additionnel, la demande de biens de consommation diminue du montant total de la nouvelle épargne et de l'investissement. Mais le transfert des facteurs à la production de nouveaux moyens qui accompagne cette diminution est en partie temporaire. Dès que sera achevé le nouveau capital durable et qu'il pourra accroître la production du produit fini, les fonds dont disposent les consommateurs ne seront plus diminués de la valeur investie mais seulement de ce qui sera nécessaire à l'entretien et à l'amortissement du capital durable.

Si l'entrepreneur ne peut renouveler le capital fixe (en dehors des nouvelles épargnes) que lorsque l'amortissement de l'ancien est achevé, les sommes qu'il accumule pour cet amortissement peuvent lui servir auparavant à augmenter sa demande courante de moyens de production. Il a le devoir de les investir au mieux en attendant de les employer à l'amortissement : l'offre de capital ainsi accrue fait pression sur les taux d'intérêt. Il en résulte un transfert temporaire de capital à la production de biens de capital. Ainsi un investissement en capital fixe aura le même effet que si chaque entreprise renouvelait continuellement l'usure de son outillage, c'est-à-dire dépensait uniformément une plus grande part de ses recettes en produits intermédiaires, par rapport à la proportion antérieure à l'investissement. Comme ceci implique une diminution correspondante de la dépense en biens de consommation, l'investissement en capital fixe aura donc aussi pour effet d'« étirer » le courant monétaire — de diminuer la *circuit velocity* de la monnaie (Foster et Catchings).

§ 2. — *Investissement en capital circulant.*

Les mêmes effets se manifestent, plus directement encore, dans le cas de l'investissement en capital circulant, et pourtant on néglige souvent ce phénomène, bien qu'il accompagne nécessairement tout accroissement de capital. Sans doute ceci s'explique parce que l'on applique directement à l'ensemble du système économique le cas d'une entreprise isolée qui peut toujours utiliser

le capital circulant additionnel à développer proportionnellement le nombre de ses ouvriers, ou autres moyens originaires de production : lorsqu'il s'agit du système économique, l'accroissement de capital, qu'il soit fixe ou circulant, ne peut se traduire qu'en une augmentation du volume de produits intermédiaires par rapport aux moyens originaires.

Un des cas les plus fréquents où le capital circulant s'accroît, c'est l'extension des branches de production les plus capitalistes aux dépens de celles qui utilisent moins de capital, par transfert de moyens originaires, sans que se modifie le capital fixe. Ce qui est significatif, c'est que les moyens originaires sont alors employés de telle façon qu'un intervalle plus long s'écoule entre leur emploi et l'apparition du produit fini, donc il existe à tout moment davantage de produits intermédiaires. Parce que l'offre de capital additionnel permet d'entreprendre davantage de procès indirects, les entreprises les plus capitalistes ont la possibilité d'employer un plus grand nombre de moyens originaires.

Lorsque l'offre de capital augmente, la demande de moyens originaires s'élève dans les entreprises les plus capitalistes, et par conséquent le coût des facteurs de production par unité. Cette hausse dépend des prévisions relatives à l'augmentation des recettes qui découlera de l'accroissement du volume de production. De toute façon le total du capital additionnel ne pourra être consacré à l'achat de moyens originaires. D'ailleurs, lorsqu'une entreprise, dans l'espoir de recettes plus grandes, élève ses demandes de moyens originaires, d'autres entreprises, exactement au même degré, doivent restreindre ces mêmes dépenses par suite d'une diminution correspondante de leurs recettes.

Si l'on suppose qu'à chaque étage de production les produits sont apportés sur le marché, et acquis par les entreprises de l'étage suivant, il est évident qu'une part seulement des épargnes nouvellement investies peut être dépensée en moyens originaires, et qu'une part bien plus importante doit acquérir la production additionnelle de l'étage précédent : plus il y a d'étages, plus cette dernière part a d'importance. Son rôle est de permettre le paiement continu des moyens originaires additionnels, période par période, jusqu'à ce que leur production ait atteint le dernier étage.

On peut se demander comment les relations de prix entre les biens de production et de consommation doivent s'ajuster pour que la production se développe au degré exact où les nouvelles épargnes permettent de mener à bien les procès plus longs. On

peut supposer qu'après un certain temps, le nouvel investissement peut abaisser les prix des produits par rapport aux prix des moyens de production. Si les entrepreneurs prévoient une chute absolue du prix des produits, ils ne développeront la production, dès le début, que dans des proportions qui assureront son caractère rémunérateur même si les produits baissent par rapport aux moyens, et cette extension pourra être maintenue de façon permanente. Mais s'ils croient à la stabilité des prix, ils jugeront profitable d'étendre davantage la production. Les moyens de production ne pourront s'accroître tout de suite autant que l'équilibre l'exigera finalement, mais graduellement seulement. Outre la partie de la production additionnelle que l'on n'aurait pas entreprise sans l'attente de la stabilité des prix, la hausse progressive des moyens rend improfitable une partie de la production qui aurait été rémunératrice si une partie de l'offre de moyens de production n'avait pas été gaspillée — car la rareté et la hausse des prix découlent de l'utilisation excessive des moyens de production. Toute tentative d'arrêter la chute des prix par des injections de monnaie accroît la production à un degré qui ne peut être maintenu, et gaspille une partie des épargnes.

CHAPITRE V

La « neutralité » de la monnaie (1).

Les chapitres précédents font apparaître l'insuffisance des raisons que l'on invoque généralement pour faire varier la quantité de monnaie avec la production. Bien au contraire, lorsque la production s'accroît, la chute des prix est le meilleur palliatif contre les mauvaises directions où elle pourrait s'engager. Si la production s'est développée par un recours plus important aux méthodes capitalistes, cette conclusion ressemble un peu à la théorie qui vise à stabiliser la valeur de la monnaie pour que restent constants, non les prix des biens de consommation qui pourront varier avec les coûts, mais les revenus, ou les prix des facteurs de production (2). Mais M. Hayek se sépare de cette théorie en ce sens que la même conclusion lui semble toujours valable lorsque la production s'est accrue par absorption de ressources sans emploi, ou même par augmentation du chiffre de la population, — idée assez nouvelle pour mériter une explication,

L'idée qu'il est « naturel » que la quantité de monnaie varie avec le volume de la production est depuis longtemps ancrée profondément dans les esprits. M. Cassel, M. Pigou par exemple, soutiennent que lorsque la quantité de monnaie se développe parallèlement au volume de production, au degré nécessaire pour que reste constant le niveau général des prix, ces mouvements n'exercent aucune influence sur la formation des prix, et la monnaie reste « neutre ». Mais il résulte des chapitres précédents que les troubles produits seront les mêmes, bien que les variations du volume de la monnaie puissent paraître justifiées. Pour que la monnaie soit « neutre », son montant doit rester invariable. Mais on peut envisager certains cas, en dehors des fluctuations du vo-

(1) Cf. Hayek : *Prices and production*, 4^e conférence.

(2) Cf. Hawtrey : *Journal of the royal statistical society*, vol. XCIII, part. I, 1930 ; Dr Leven : *Journal of the american statistical association*, mars 1928, supplément.

lume de la production, où la quantité de monnaie doit changer pour éviter des troubles sérieux.

Pour la plupart des économistes, l'idée d'une monnaie dont le montant resterait invariable semble absurde. De l'avis courant, les banques centrales doivent répondre aux changements de la « demande de monnaie » sous peine de déséquilibre, et en cas de crise elles doivent même accorder des crédits avec plus de facilité encore pour prévenir les paniques.

M. Hayek donne à l'expression « quantité de monnaie en circulation » dans son analyse théorique un sens différent de celui usité dans les problèmes pratiques. Il comprend sous ce terme la totalité des moyens d'échange, de toutes les espèces employées en un système économique fermé — y compris les moyens d'échange qui se substituent à la monnaie. Au contraire, dans les questions qui ont trait à la vie réelle et non à la seule théorie, ce terme comprend toutes les sortes particulières ou générales de moyens d'échange que l'on emploie dans un ou plusieurs pays, faisant eux-mêmes partie d'une unité économique plus grande : il en résulte que ces moyens sont toujours soumis à des fluctuations, et qu'il est par suite presque impossible de concevoir une circulation invariable.

Si l'on considère presque unanimement l'élasticité de la monnaie comme une nécessité, c'est surtout parce que la circulation d'un pays quelconque variera toujours avec le volume de la production totale. Mais les raisons qui rendent nécessaires les fluctuations de la circulation monétaire d'un pays particulier existent-elles encore si l'on considère la quantité de monnaie dans son ensemble ?

Dans le cas d'une nation, partie d'un système économique plus vaste, les revenus individuels en leur total sont toujours dans une relation définie par rapport à la part de la production totale du monde dont cette nation disposera. Si sa circulation s'accroît par suite d'une augmentation de sa production, ce n'est qu'une étape du processus d'ajustement qui lui permettra de se procurer une part plus importante de la production mondiale : non un accroissement en valeur absolue du montant de monnaie dans le monde, mais seulement un changement dans sa distribution relative. Il en serait exactement de même si la production de cette nation restait constante et qu'elle diminue dans tous les autres pays. Il ne s'ensuit donc nullement qu'il faille modifier la circulation monétaire dans un pays isolé, ou dans le monde considéré en son ensemble.

La deuxième raison pour laquelle on croit généralement nécessaire d'adapter le montant de monnaie aux besoins du commerce naît d'une confusion entre le besoin de certaines sortes particulières de numéraire et la demande de monnaie en général (1). C'est ainsi le cas des fluctuations saisonnières de la demande d'espèces, lorsque l'on a besoin d'argent comptant suivant une proportion plus grande de la quantité totale de monnaie (pour le terme par exemple), ou bien à la fin d'un boom ou d'une crise où salaires et prix de détail s'élèvent ensemble et par suite nécessitent une encaisse plus forte par rapport aux dépôts bancaires. Cela n'implique pas forcément un changement dans la quantité totale de monnaie, si ce concept est assez large.

Une nouvelle difficulté, toutefois, rend ce concept passablement vague et de grandeur incertaine. Outre les types réguliers dont la quantité peut être aisément réglée, d'autres formes de moyens d'échange servent, à l'occasion ou de façon permanente, à effectuer les transactions et doivent donc compter pour monnaie dans l'analyse théorique. C'est le cas notamment de certaines formes de crédit ne dépendant pas des banques, qui permettent d'acheter sans que le pouvoir d'achat de quelqu'un d'autre diminue en compensation : lettre de change, livre de crédit, substitués aux paiements en espèces entre des étages successifs de production. Sur leur apparition le contrôle de la banque centrale n'a point de prise, mais de plus, leur convertibilité est indispensable à leur existence : pour qu'ils puissent remplir leur office, il est nécessaire que l'on puisse espérer les transformer dans les banques contre d'autres formes de monnaie si besoin est.

Est-il possible de maintenir invariable la quantité de monnaie en circulation, se demande M. Hayek, et de quelle manière ?

On a maintes fois comparé le système de crédit à une pyramide renversée : à la base, des espèces, puis la banque centrale, les banques commerciales, enfin les crédits accordés dans le monde des affaires en dehors des banques. Le contrôle immédiat porte sur les deux étages inférieurs. Il pourrait s'étendre au troisième étage, mais le quatrième ne peut être contrôlé qu'indirectement, par les modifications de sa base, c'est-à-dire des crédits bancaires. La proportion des diverses parties de la pyramide entre elles sont variables : ainsi, en une période de boom, la structure de crédit

(1) M. Hayek renvoie à Tooke en particulier (*A history of prices and of the state of circulation*, introduction de Gregory, p. 87).

se développe considérablement sur une base invariable. Il en résulte que pour compenser les variations de la proportion entre la base du crédit et la superstructure il ne suffirait pas que les banques centrales se gardent de développer l'octroi de crédits, mais il leur faudrait le contracter proportionnellement. Cela peut sembler utopique aujourd'hui où l'opinion est presque unanime à penser qu'il est du devoir des banques de faciliter le commerce en adaptant le crédit à ses besoins. Une telle politique est pourtant nécessaire pour prévenir les erreurs périodiques de production provoquées par les crédits additionnels.

M. Hayek n'ignore pourtant pas combien il est difficile de prétendre éliminer les influences monétaires. Les connaissances théoriques, et aussi l'éducation du public, ne sont pas encore assez poussées, reconnaît-il, pour justifier ou permettre une réforme qui apparaîtrait comme révolutionnaire.

Si les variations du volume de la production ne peuvent justifier des variations parallèles du volume de monnaie, il existe néanmoins certains cas où l'offre de monnaie doit se modifier pour ne pas troubler l'équilibre économique. Ce qui a permis à M. Hayek de négliger ces cas au cours des chapitres précédents, c'est qu'il partait de l'hypothèse que la proportion entre le flot total de biens et la partie qui s'échangeait contre monnaie restait constante — hypothèse qu'il abandonne à présent.

Cette proportion ne changera pas nécessairement avec le volume physique de la production pourvu que la quantité de monnaie reste la même (et inversement), mais se modifiera seulement si des mouvements de biens qui se réalisaient auparavant sans intervention de monnaie viennent à en exiger (ou inversement), ou bien par suite de modifications intervenues dans l'organisation des affaires (fusions, divisions d'entreprises, extension de l'économie monétaire à des sphères de consommation personnelle ou de troc). Ces changements entraîneront-ils la nécessité d'un changement correspondant dans la quantité de monnaie ?

La réponse varie suivant que la constance de la quantité de monnaie provoquera ou non un changement de direction de la demande, et par conséquent de la production que ne justifierait pas une variation des facteurs « réels ». Par exemple l'insertion d'un paiement monétaire en un point où il n'était pas nécessaire n'est pas une cause « réelle » qui puisse justifier un changement de la structure de production.

Considérons une firme qui représentait deux étages de produc-

tion et qui se divise en deux entreprises indépendantes. Il y aura désormais des échanges monétaires entre les deux étages au lieu de troc. Ces échanges nécessiteront donc de la monnaie qu'il faudra prendre à d'autres emplois. La demande de biens de capital sera de ce fait diminuée, et la structure tendra à se rétrécir. Ou bien cette monnaie additionnelle viendra de nouvelles épargnes qui ne pourront servir de ce fait à l'allongement des procès indirects et « avorteront » (Robertson). L'effet est le même que si le montant total de monnaie avait diminué d'une somme correspondante, qui servait auparavant aux besoins de la production. En particulier dans les deux cas, les changements dans les proportions des demandes de biens de production et de biens de consommation ne sont pas permanents, puisqu'ils n'ont pas pour origine une cause « réelle ». Au contraire, si des émissions de monnaie ont permis de faire face à cette demande nouvelle, il n'y aura aucun changement dans la direction de la demande, et l'équilibre existant sera préservé.

Lorsqu'il s'agit d'une fusion de deux entreprises, c'est exactement l'inverse : l'extension des échanges ne nécessitant pas de monnaie libère des moyens de paiement, et cela équivaut à une injection de monnaie. Par conséquent il faudra satisfaire, par des modifications dans le volume de la monnaie, les changements dans la demande de monnaie causés par les variations de la proportion entre le flot total de biens et la partie de ce flot qui s'échange contre monnaie (ce qu'on peut désigner par « coefficient de transaction monétaire »), et à cette condition la monnaie restera « neutre » envers le système de prix et la structure de production.

Cette dérogation est plus importante encore si l'on note que ce coefficient peut varier non seulement dans le temps mais dans les différentes parties du système économique : par exemple le fait que les biens changent de mains à intervalles plus courts aux étages inférieurs qu'aux étages supérieurs. Tout transfert de monnaie d'une partie du système économique à une autre où le coefficient est différent modifie le montant de monnaie nécessaire à la circulation. Par exemple s'il y a transfert d'un étage inférieur à un étage supérieur où l'intervalle entre deux étages successifs est plus long du double (et où il n'y a besoin par conséquent que de la moitié de monnaie pour autant de biens), une moitié de la monnaie ainsi transférée deviendra libre. Dans le cas contraire, il faudrait procéder à une injection de monnaie égale à la quantité de

monnaie transférée. La transition à d'autres méthodes de production peut également changer la quantité de monnaie nécessaire, non parce qu'elle modifie la grandeur physique du flot de biens, mais parce qu'il y a transfert de monnaie entre deux sphères de coefficients différents.

Une autre exception à la règle d'invariabilité du montant de la monnaie est plus familière aux économistes : il s'agit des changements de vitesse dans la circulation, que jusqu'ici M. Hayek supposait constante. Si l'on tient compte de la vitesse de circulation, un changement de vitesse équivaut à une fluctuation du montant de monnaie en circulation, et il faudra donc le compenser par un changement inverse pour que la monnaie reste « neutre » envers les prix.

Mais il ne suffit pas d'adapter quantitativement l'offre de monnaie aux variations de la demande pour que soit éliminée toute influence monétaire, il faut également tenir compte de ce qui parvient entre les mains de ceux qui demandent de nouveaux fonds. Poser comme règle pratique de laisser le volume de la circulation inchangé, à moins qu'il ne s'agisse de satisfaire une demande légitime, est insuffisant. Le taux d'intérêt « naturel », qui exclut toute demande de capital qui viendrait excéder l'offre de capital réel (1), ne peut être déterminé avec certitude, et même si c'était possible — il n'y aurait nul moyen d'empêcher que s'accroisse en temps d'optimisme le crédit qui circule hors des banques.

La seule règle pratique qui puisse être posée est sans doute négative et peut s'énoncer ainsi : le simple fait que la production ou le commerce se développent, ne suffit pas à justifier une expansion de crédit ; sauf lors d'une crise aiguë, les banques ne doivent pas redouter d'exagérer les précautions.

Dans les circonstances présentes, seule une banque centrale mondiale pourrait envisager d'aller plus loin — sinon, c'est risquer un désastre. Mais on peut espérer, par l'éducation du public, rendre plus facile aux banques centrales le maintien d'une politique de prudence pendant la phase ascendante du cycle, et la résistance aux propositions d'une « petite inflation » pour remédier à la crise.

(1) On peut définir ainsi, de façon approchée, la partie du flot monétaire total utilisable à l'achat de biens de production, qui est composée des recettes régulières de production des biens de production existants (c'est-à-dire dans le cas de biens durables, les réserves accumulées pour compenser la dépréciation) auxquelles s'ajoutent les nouvelles épargnes.

De cette étude sur la « neutralité » de la monnaie (1) se dégagent deux conclusions :

— La doctrine monétaire est si loin de la perfection qu'il reste des problèmes fondamentaux non encore résolus, que des théories généralement acceptées sont néanmoins douteuses — par exemple l'illusion qu'il suffirait de stabiliser la valeur de la monnaie pour éliminer toute influence monétaire sur la production, par conséquent que l'on peut négliger la monnaie dans l'analyse théorique si sa valeur est stable : ce qui est faux car elle garde toujours une influence décisive. Il faut renoncer à l'idée qui domine les théories économiques depuis Stuart Mill, que « la monnaie n'exerce d'influence distincte et indépendante que lorsqu'elle sort de la normale » (2). Le champ de la théorie monétaire est bien plus large qu'on ne le suppose communément : elle doit étudier une seconde fois ce que traite la théorie pure, sous l'hypothèse de troc, puis chercher quels changements sont apparus avec l'échange indirect.

— Tant que les problèmes fondamentaux n'auront pas été éclaircis, nul accord ne pourra s'établir sur les questions théoriques essentielles, et d'autre part on ne pourra songer à reconstruire le système monétaire (notamment remplacer le gold-standard semi-automatique par une monnaie légale maniée arbitrairement).

S'il est possible d'après M. Hayek d'expliquer les crises périodiques par l'action des banques centrales, il faut se garder d'étendre ce jugement à toute dépression : c'est ainsi que certaines interventions de l'Etat, qui ont pour résultat de modifier les demandes relatives de biens de production et de consommation en développant la consommation, peuvent entraîner un rétrécissement de structure et une stagnation prolongée (c'est le cas de l'augmentation des dépenses publiques), et en de telles circonstances il n'y a rien à attendre de palliatifs d'ordre monétaire.

(1) M. Hayek reconnaît d'ailleurs combien sont minces les suggestions pratiques qu'il dégage d'une analyse économique si complexe.

(2) *Principes d'économie politique*, livre III, ch. VII, § 3.

SECTION II — CRITIQUE DE M. HAYEK

CHAPITRE PREMIER

La méthode de M. Hayek et les critiques.

A première vue, l'innovation essentielle qu'apporte M. Hayek, c'est la thèse suivant laquelle il importe de s'attacher aux effets des changements monétaires sur les prix relatifs plutôt qu'à sur le niveau général des prix. Il critique l'emploi de cette dernière méthode dans les théories monétaires précédentes : se bornant exclusivement aux niveaux généraux de prix, leurs résultats ne peuvent être accueillis sans scepticisme. En quoi d'ailleurs M. Hayek cède à un jugement trop brutal car, formulé en ces termes, il ne peut s'appliquer à aucune théorie. Avant lui nul n'ignorait que si toutes les expressions monétaires de la valeur bougent en un accord absolu, le revenu ou la production ne peuvent subir la moindre altération. Les théories monétaires, quoi qu'il prétende, se sont toujours attachées aux changements de prix spécifiques, en particulier lorsque ces changements sont d'inégale amplitude. Le retard dans les variations du salaire du travail, la fixité du « prix » des dettes ont été étudiés bien avant M. Hayek. Il ne saurait donc prétendre à une méthode entièrement nouvelle, mais seulement nouvelle en ce sens qu'elle s'attache davantage à un prix particulier (le taux d'intérêt) et aux variations de prix divergentes.

Sur cet intérêt particulier que porte M. Hayek à l'influence des prix relatifs des biens, M. Sraffa (1) émet dès l'abord des objections, car M. Hayek semble nier que la monnaie soit l'un de ces biens. Ne va-t-il pas jusqu'à rejeter toute notion de la valeur de la monnaie ? Dès lors il n'est plus difficile de prouver que seule la politique bancaire qui garde constant le produit $Q \times V$ donne

(1) « Dr Hayek on money and capital ». *Economic Journal*, 1932.

leur plein effet aux « décisions des individus », notamment lorsqu'il s'agit de l'épargne — et de cette manière M. Hayek en vient à formuler sa politique de « monnaie neutre ». Privant la monnaie de son essence, il ne pouvait arriver à un autre résultat — et c'est pourtant ce qui arrive lorsque $Q \times V$ cesse d'être constant à la suite d'une intervention artificielle des banques.

Ses conclusions ne peuvent s'expliquer que par une erreur de raisonnement, ou l'introduction dans le raisonnement d'un élément non monétaire.

En réponse à cette critique, M. Hayek (1) se borne à invoquer la théorie pure de la monnaie : au stade où elle est parvenue, elle démontre que, si l'on néglige les facteurs monétaires, le système possède une tendance inhérente à l'équilibre. Son but dans ses ouvrages fut de montrer que les facteurs monétaires étaient susceptibles d'y apporter un déséquilibre, que seuls ils pouvaient en expliquer la présence. Après le point de départ de sa méthode, les procédés de M. Hayek n'échappent pas non plus aux critiques. Son étude repose essentiellement sur la représentation schématique du procès de production, le « triangle d'Hayek », décomposé en une série de rectangles de grandeurs variables suivant les étages de production.

Mais s'inquiète M. Ellis (2), quel est le sens de la grandeur de ces triangles ? Suivant M. Hayek il s'agirait de grandeurs d'ordre monétaire et non d'ordre physique puisque leur accroissement n'implique pas accroissement parallèle des quantités de travail et de terre qui s'y appliquent. Il faudrait donc interpréter cette plus-value comme celle dont bénéficie une bouteille de bon vin après des années de cave — l'attribuer à l'« attente ». Mais comment retenir cette interprétation en constatant que le seul accroissement de valeur qu'elle implique — celui de l'intérêt — n'est pas une fois mentionné dans l'exposé de M. Hayek. En réalité, ce que celui-ci a dans l'esprit (et page 37 il fait lui-même la comparaison), c'est l'idée de « production synchronisée » de M. Clark, suivant laquelle le total du capital engagé apparaît comme une section dans la production à tous les étages de fabrication. Mais cette vue suppose *nécessairement* un accroissement de grandeur physique des produits intermédiaires lorsque la production prend un caractère plus capitaliste, et *probablement* des additions de tra-

(1) « Money and capital : a reply », *Economic Journal*, 1932.

(2) *German monetary theory*, ch. XIX, § 2.

vail et de terre, sans que l'analyse se restreigne au seul cas de fructification naturelle. Ainsi, tandis que M. Hayek peut rattacher à une valeur monétaire les nombres qu'il inscrit à l'intérieur des rectangles, ajouter de nouveaux rectangles signifie nécessairement qu'il y a davantage de biens.

M. Ellis se borne donc à préciser la pensée de M. Hayek sur ce point (1), sans apporter d'élément nouveau, et de même il constate seulement une difficulté déjà reconnue par M. Hayek lorsqu'il déclare que pour tenir compte du capital fixe dans cette représentation schématique, il n'est d'autre procédé que d'y introduire la notion d'amortissement.

Sil'on pousse plus loin l'analyse de cette présentation du processus économique, la répartition du flot de monnaie entre biens de production et de consommation n'est pas sans ambiguïté, estime M. Sraffa (2) qui en donne deux exemples :

M. Hayek suppose tantôt que les consommateurs sont en même temps entrepreneurs, tantôt il considère les consommateurs comme distincts des entrepreneurs : dans le premier cas, page 46 (3), ce sont les consommateurs eux-mêmes qui prennent la décision d'épargner, et altèrent ainsi la répartition des recettes entre la production et la consommation ; dans le second, ce sont les entrepreneurs, page 45 (3), et sur cette distinction il fonde la différence entre crédits à la production et à la consommation.

Mais, répond M. Hayek (4), la proportion monétaire des dépenses consacrées à des biens de consommation par rapport aux dépenses en biens de production peut varier de deux façons : ou bien c'est le revenu qui s'y consacre qui varie, ou bien au contraire, le montant relatif à reporter entre ces deux catégories de biens subit des fluctuations (changement de distribution du pouvoir d'achat). C'est ce que néglige M. Sraffa lorsqu'il taxe M. Hayek de contradiction. Les entrepreneurs sont également des consommateurs, et des individus appartenant à ces deux groupes à la fois peuvent modifier l'emploi de leurs ressources (5). De plus, outre les décisions des individus, les injections de monnaie peuvent, en changeant le pouvoir d'achat des divers groupes, affecter cette proportion.

(1) Voir titre I, ch. II, § 2 de cette partie de la thèse.

(2) Article précité. *Economic Journal*, 1932.

(3) *Prices and Production*.

(4) « Money and capital : a reply ». *Economic Journal*, 1932.

(5) D'ailleurs M. Sraffa se trompe manifestement lorsqu'il suggère qu'un consommateur non entrepreneur, s'il épargne, ne modifie pas cette proportion.

— Dans le second exemple qu'il donne de l'imprécision de M. Hayek, M. Sraffa remarque que l'auteur de *Prices* suppose, page 38, que les produits intermédiaires ne s'échangent jamais contre monnaie, et un peu plus loin, page 41, qu'ils s'échangent contre monnaie à des intervalles de temps égaux. La contradiction semble évidente et, de fait, sa solution permet d'apprécier la complexité du raisonnement de M. Hayek.

Le concept de proportion entre les demandes de biens de production et de biens de consommation, répond celui-ci, prend un sens tantôt « réel » tantôt monétaire, mais sous une hypothèse qui les confond. Au sens *réel* la proportion à un moment donné de ces deux sortes de biens qui est nécessaire pour poursuivre la production sans changement, correspond à peu de chose près à la période moyenne d'investissement. Quant à la proportion des montants de *monnaie* offerts pour ces deux catégories de biens, elle ne correspondra à la proportion au sens réel que sous l'hypothèse que tous biens et services employés dans le procès de production s'échangent contre monnaie chaque fois qu'ils s'approchent d'une période unitaire de l'étage de consommation (1).

M. Sraffa néglige ce point : qu'un changement de la proportion monétaire tend à modifier de la même façon la proportion réelle. Quoi qu'il en soit, c'est la demande exprimée en ces termes monétaires qui détermine les prix aux divers étages de production, et ces prix relatifs déterminent à leur tour les quantités physiques de biens qui se dirigent vers ces étages.

Avec MM. Hansen et Tout (2) nous arrivons à une controverse d'un caractère plus fondamental, qui tend à mettre en jeu la première conclusion de M. Hayek, fruit de sa méthode, base de tous les développements.

Le but essentiel du schéma, constatent ces auteurs, c'est d'identifier la cause de la dépression et la contraction de la structure de production — c'est-à-dire le raccourcissement du processus capitaliste, — d'en faire la condition nécessaire et suffisante de la dépression. Lorsque la quantité de travail ne varie pas, contraction signifie non seulement diminution du taux de nouvel investissement mais aussi moindre quantité de capital existant. Si le nouvel investissement tombe à zéro tout en assurant le remplacement intégral du capital existant consommé, le processus de

(1) Ce n'est pratiquement jamais le cas pour un bien durable, employé pour plus d'une période.

(2) « Annual survey of business cycle theory ». *Econometrica*, avril 1933.

production est maintenu. On peut donc parfaitement envisager une chute violente du taux d'investissement sans qu'il y ait contraction de structure (1). Pour M. Keynes au contraire la dépression apparaît dès que le taux d'investissement tombe au-dessous du taux d'épargne, que le processus capitaliste ait subi ou non un raccourcissement réel (elle peut même coïncider avec un allongement de ce procès), car elle résulte d'une obstruction dans le courant régulier de l'épargne et de la dépense vers le marché des biens de production d'une part, des biens de consommation de l'autre. Et réciproquement la théorie de M. Keynes permet de concevoir une contraction du procès sans dépression, pour peu que l'épargne ait diminué autant que l'investissement.

Mais la théorie de M. Keynes suppose le rajustement instantané de la production aux variations de la demande ; le volume total de celle-ci importe seul, non les changements dans la structure interne. M. Robertson (2) est plus près de la vérité lorsqu'il admet qu'en raison du manque de mobilité des facteurs de production, toute modification de production d'une catégorie de biens à l'autre, ou d'une industrie à l'autre, provoque des fluctuations (3).

Avec M. Keynes, avec M. Robertson, et contre M. Hayek, MM. Hansen et Tout jugent trop étroite l'opinion que l'essence de la dépression consiste en une contraction de la structure de la production. Ce n'est que dans les crises très graves que l'on constate un tel raccourcissement de structure. Si souvent, comme on l'a objecté, le chômage se résout par des expédients plus rapides (substitution du travail manuel au machinisme) que la lente adaptation étudiée par M. Robertson, par contre — nouvel argument contre M. Hayek — bien des industriels sont poussés par la dépression à réorganiser leur outillage pour réduire le coût unitaire, ce qui aura pour résultat une accentuation du caractère capitaliste du procès de production. Dans les dépressions les plus graves, il peut se faire que le raccourcissement de structure apparaisse comme un aspect significatif de la crise, mais la caractéristique de la dépression reste le déclin de la production de biens de capital en son ensemble (capital nouveau et capital de remplacement).

(1) Sur ce point les pp. 44 et 45 de *Prices...* semblent contradictoires.

(2) Cf. l'appendice à la 2^e partie, consacré à M. Robertson.

(3) « Les saturations temporaires d'une sorte d'équipement ne peuvent se résoudre sans une certaine dépression » (Robertson : *Money*, p. 189).

Dans *Capital and industrial fluctuations* (1) — écrit en réponse à l'étude de MM. Hansen et Tout — M. Hayek s'efforce de répondre à cet exposé qui tend à ruiner la base même de sa théorie. Il avoue d'abord l'insuffisance de sa distinction entre une structure de production achevée ou non, étroitement liée à la distinction entre les effets des variations du taux d'investissement et ceux de l'instabilité particulière du capital créé à la suite d'épargne forcée.

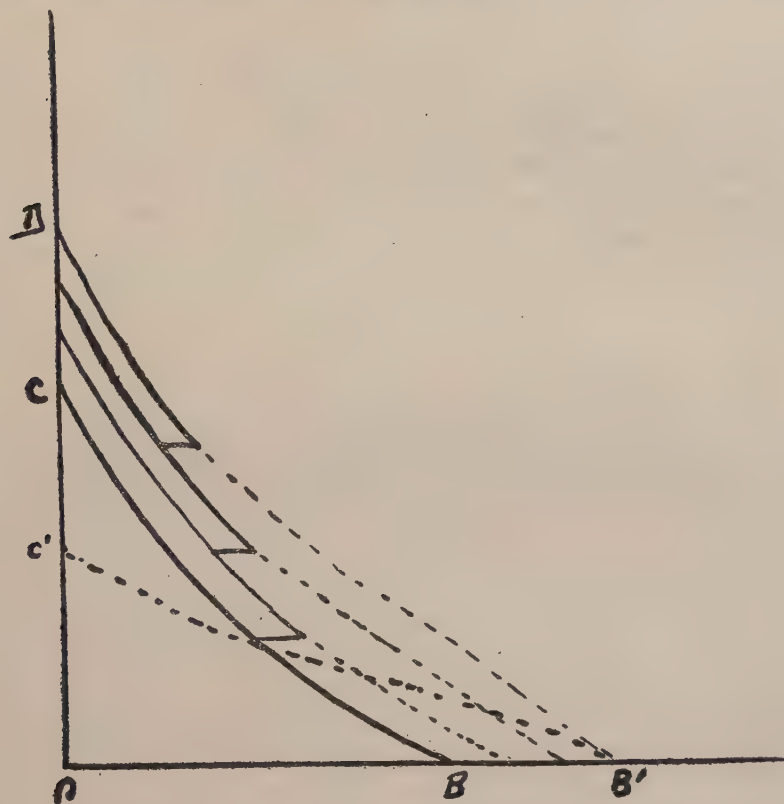
Si l'on s'attache d'abord aux fluctuations dans les moyens utilisables à l'investissement et à leurs effets sur la structure de production, en particulier sur les profits réalisés aux premiers étages, il apparaît que ces profits ne tendent pas à disparaître sous l'influence des simples fluctuations de l'investissement mais seulement des fluctuations particulièrement violentes et de celles qui rendent négatif l'investissement net. M. Hayek admet donc l'exposé de ses idées tel qu'il est présenté par MM. Hansen et Tout. Dans le cas d'épargne forcée, non seulement le taux d'investissement ne peut rester constant, mais sous l'action de forces puissantes il tend à devenir négatif.

Pour que puisse s'allonger le processus de production, il faut que s'écoule une période de temps qui corresponde à l'intervalle entre l'investissement des facteurs de production déplacés et l'apparition de leur produit. L'achèvement puis le maintien du nouveau processus exigent non seulement que l'investissement soit constant dans les premiers étages, mais nécessite également en général des investissements ultérieurs aux derniers étages.

Par conséquent, dans toute société en progrès, ce qui détermine les formes particulières d'investissement, c'est l'attente d'un courant constant de fonds à investir durant quelque temps, la croyance qu'à tout moment les fonds de nouvel investissement ne s'emploieront que partiellement à de nouveaux procès, le reste devant servir à achever d'autres procès. Si l'on suppose que la longueur *totale* des procès marginaux que rend possible l'accroissement de l'offre de fonds, est toujours supérieure à la longueur d'un procès déjà employé, le diagramme représente cette situation : le triangle curviligne traduit le stock de capital qui appartient aux procès déjà achevés (A B' C'), les lignes à traits pleins représentent des procès incomplets engagés à des moments différents, et le pointillé l'investissement nécessaire à leur achèvement. A chaque période, de nouveaux procès s'engagent, d'autres s'avan-

(1) *Econometrica*, avril 1934.

cent, d'autres s'achèvent. A tout moment existe un taux suivant lequel l'épargne peut tomber sans dommage, à mesure que diminue le besoin de capitaux pour achever les procès engagés. Si la diminution de l'épargne est plus rapide que ce taux, la structure de production nouvelle ne peut être menée à terme, il faut abandonner certains investissements aux étages supérieurs, et la pé-



riode moyenne d'investissement des facteurs originaires de production est raccourcie.

On peut exprimer la même idée en soutenant que la demande totale de biens de production ne s'abaissera, à la suite de la diminution de la demande de nouveaux biens de production, que si celle-ci décline plus vite que s'élève la demande de capital de remplacement, par suite de l'accroissement antérieur du stock de biens de production.

Lorsque se développe la demande d'équipement productif, il en

résultera, dès que cette demande cessera de croître, une capacité excédentaire de production de cet équipement. Par exemple, l'expansion d'un étage supérieur de production ne peut se maintenir que si l'accroissement ultérieur de capital permet d'achever la structure en développant les derniers étages, de sorte que leurs besoins de capital de remplacement utiliseront toute la capacité de production des étages supérieurs (1).

Il importe d'ailleurs de distinguer, remarque Hayek, entre les fluctuations dans la demande d'équipement productif d'une industrie (qui naissent des fluctuations dans la demande du produit de cette industrie) et celles qui se produisent dans la demande de nouveaux biens de production (liées aux fluctuations dans l'offre de fonds destinés à de nouveaux investissements) : M. Hayek s'occupe surtout du second type ; toutefois ses conclusions peuvent s'appliquer également au premier si l'on emploie de façon générale le terme « équipement productif » au lieu de le spécialiser à une industrie (2).

Supposons d'abord que l'accroissement d'investissement résulte d'une offre de capitaux plus abondante, et que le matériel qui produira le nouvel équipement ne soit pas adapté à une seule industrie. Si l'on espère une croissance continue de capital suivant un taux constant, sera-t-il avantageux de développer le matériel dans les industries qui produisent ce nouvel équipement jusqu'à un point où le moindre déclin dans l'offre de capitaux ne permettra plus d'utiliser avec profit sa pleine capacité de production ? On peut répondre que, tant que l'offre de capitaux ne diminuera pas plus que le montant employé à fabriquer le matériel qui doit produire le nouvel équipement, il n'y a pas de raison que décroisse la demande de nouvel équipement (3).

(1) Capacité désigne ici un emploi suffisant pour permettre l'amortissement du matériel aux prix courants.

(2) Cf. Seltzer : « Mobilité du capital ». *Quarterly Journal of Economics*.

(3) On suppose que la construction de ce matériel nouveau destiné à produire le nouvel équipement peut se faire avec du matériel semblable existant déjà ou avec un autre matériel qui peut aussi s'employer à produire l'équipement des étages inférieurs. C'est toujours le cas puisque aucun capital n'est créé sans l'aide d'un capital antérieur. S'il s'agit d'ajouter un étage supérieur, cela signifie que ces biens de production ont jusque-là été utilisés dans les étages inférieurs. Noter qu'un bien de production n'appartient pas nécessairement à un étage donné : ce qui explique les différentes façons dont un changement de l'offre de capitaux, du taux d'intérêt ou d'autres facteurs affectant la structure peut agir sur la valeur des biens de production considérés isolément.

Par conséquent, si la diminution de l'épargne ne dépasse pas un certain taux, il ne s'engagera plus de nouveaux procès indirects mais le matériel déjà existant viendra toujours s'ajouter à l'équipement des derniers étages. Et comme la demande de remplacement de cet équipement continuera de ce fait à s'élever, la diminution de l'épargne pourra se poursuivre sans affecter l'emploi du matériel qui produit cet équipement. Les conclusions obtenues sont donc les mêmes que dans les fluctuations du taux d'épargne.

Il importe de ne pas traiter l'ensemble de l'industrie comme une seule industrie, de ne pas rattacher directement la demande de biens de production à la demande de biens de consommation. M. Hayek à ce titre félicite MM. Hansen et Tout de n'avoir pas glissé dans l'erreur des théories de « sous-consommation ». Mais s'ils admettent qu'une demande quelconque de biens de consommation peut conduire à des méthodes de production qui impliquent des demandes très différentes de biens de production, s'ils reconnaissent que la méthode choisie variera suivant la proportion de la richesse totale qui n'est pas nécessaire pour la consommation immédiate, ne leur faudra-t-il pas prendre avec M. Hayek, pour point de départ de cette analyse, les fluctuations dans l'offre de capital libre, et non dans la demande de biens de consommation ?

Il n'y a pas de raison de supposer qu'une plus grande demande de nouveaux biens de production, résultat d'une épargne accrue, aboutira à une diminution de la demande de biens de production dès que décline le taux d'épargne. En faisant abstraction de l'épargne forcée ou autres changements purement monétaires, on voit difficilement quels facteurs peuvent affecter la demande *totale* de nouveaux biens de production, en dehors de l'offre d'épargne. Autrement dit, la demande de biens de consommation ne peut varier qu'inversement avec la demande de biens de production, elle tendra donc à la compenser.

Mais il y a encore le cas où un simple changement de demande entre les différentes sortes de biens de consommation influencera les demandes des espèces diverses de biens de production : les prévisions faites pour fournir en nouvel outillage l'industrie dont la demande s'est détournée apparaîtront excessives, mais la demande totale de nouvel outillage n'en sera pas modifiée, et l'emploi du matériel producteur d'outillage dépendra des conditions techniques précédemment étudiées.

Les objections de MM. Hansen et Tout n'apparaissent donc pas comme décisives. Sans parvenir à ébranler la position de M. Hayek, sans peut-être y prétendre, elles prennent acte d'une divergence complète de point de vue, de méthode entre M. Hayek et les écrivains anglo-saxons, divergence que nous verrons s'amplifier dans les chapitres qui vont suivre, et qui rend particulièrement difficile une claire intelligence des controverses qui opposent ces économistes. Inlassablement chacun expose ses théories sous prétexte de répondre aux critiques, sans jamais vouloir ou pouvoir recourir à cette intuition nécessaire qui le porterait au cœur de la théorie adverse.

CHAPITRE II

Épargne volontaire ou épargne forcée.

L'épargne (1) a pour résultat d'allonger le processus de production, mais cet allongement sera durable ou non suivant qu'il s'agit d'épargne volontaire ou « forcée » ; ainsi peuvent se résumer les conclusions de M. Hayek. Chacun de ces points mérite une étude distincte.

§ 1. — *L'épargne a pour résultat d'allonger le processus de production.*

Si la demande de biens de consommation passe de $1/2$ à $1/3$ par rapport à la demande de biens de production, les étages de production se développeront dans le rapport $2/3$, à condition toutefois que les dépenses (mesurées en argent) en biens de production s'accroissent autant que les dépenses en biens de consommation diminuent, c'est-à-dire que le « volume effectif de monnaie » reste constant.

Mais, rétorque M. Ellis (2), si le rapport des demandes *courantes* de biens de production et de consommation passe ainsi de $1/2$ à $1/3$, le montant du capital n'est pas altéré dans cette proportion de $2/3$ parce que ce raisonnement néglige les stocks de biens qui existent dans le processus de production (3). De cette variation

(1) M. Hayek définit l'épargne comme un accroissement relatif du flot monétaire qui se dirige vers les biens de production. Mais, note M. Sraffa, la dernière édition allemande de son œuvre apporte sur ce point une importante modification : « Seul l'excès d'épargne sur le montant nécessaire à compenser les pertes, ou épargne nette, peut être considéré comme un accroissement de la demande de biens de production. » On arrive à la théorie de M. Keynes, conclut M. Sraffa. « Bien au contraire, répond M. Hayek, cette précision est née du souci de m'opposer à la théorie de M. Keynes. »

(2) *German monetary theory*, ch. XIX, § 2.

(3) M. Hayek, dans son raisonnement, n'a exclu que les « biens oisifs ».

du rapport des demandes, on ne peut donc tirer aucune conclusion sur les effets de l'expansion d'épargne.

D'autre part, il n'y a aucun rapport entre un accroissement donné de capital, et le nombre d'étages de production indépendants par lesquels passent les produits intermédiaires. M. Hayek saute adroitement de l'idée d'étage de production, empruntée à M. Clark, à la question de degré d'intégration, qui n'a aucun rapport avec la précédente (1). Par conséquent, dans l'exemple considéré, il est bien improbable qu'à la variation de la demande relative de biens de production corresponde un accroissement du flux de biens ainsi que du « travail » effectué par la monnaie.

Il reste encore une objection au raisonnement de M. Hayek. Celui-ci prétend que le rapport entre l'épargne et la consommation du revenu *courant* coïncide avec le rapport de MV (ou PT) dans le champ des biens de production et dans celui des biens de consommation durant une période donnée. Mais on ne peut tirer aucune conclusion sur le montant de monnaie qu'une augmentation donnée de l'épargne retire de la sphère de la consommation, parce qu'il n'y a pas nécessairement coïncidence des vitesses de circulation de la monnaie dans les dépenses en biens de production et dans les dépenses en biens de consommation.

§ 2. — *Lorsque le processus de production s'allonge à la suite d'un phénomène d'épargne volontaire, cet allongement tend à se maintenir par la suite.*

Conclusion trop hâtive, répond M. Durbin (2); même volontaire, l'épargne peut poser un problème de réajustement, qui est d'ailleurs particulier au cas d'accroissement de l'épargne.

Et l'opposition des deux thèses se poursuit dans l'appréciation des effets de l'épargne. Son développement ne peut qu'aider à la prospérité, estime M. Hayek — tandis que M. Durbin propose deux théorèmes :

— Si l'on part d'une position d'équilibre et que l'épargne s'accroisse, la chute du taux d'intérêt ne peut empêcher l'apparition de pertes dans la production de biens de consommation. Et cette première thèse, ajoute M. Durbin, M. Hayek ne peut la nier.

(1) M. Hayek ne méconnaît pas cette distinction puisqu'il spécifie toujours « dans notre hypothèse » capital additionnel signifie étage additionnel. Néanmoins tout son raisonnement repose sur ce postulat. Voir *Prices*, p. 46 ; *Economica*, 1932, p. 143.

(2) *Purchasing power and trade depression*, ch. iv.

— D'autre part ces pertes impliquent une restriction correspondante de la demande de biens de production, si bien que l'accroissement d'épargne peut s'accompagner d'une contraction à la fois de la production de biens consommables et de la production de capital, c'est-à-dire se résoudre en un chômage général. M. Durbin reconnaît cette fois que sa conclusion est contraire aux théories de M. Hayek.

Il ne peut nier la première conclusion, explique-t-il, puisque l'inégalité des gains dans les deux branches de production conditionne le transfert des facteurs de production : dans sa construction, ces pertes qui apparaissent dans la production de biens consommables sont donc une étape nécessaire du mécanisme déclenché par toute épargne (1).

Mais par contre M. Hayek ne peut souscrire à la proposition de M. Durbin, suivant laquelle ces pertes impliquent une contraction correspondante dans la demande de biens de production, parce que cette dernière est déterminée par les profits réalisés dans la production de biens de consommation. Cette théorie correspond à la position générale de M. Durbin, qui la classe parmi les partisans des théories de sous-consommation. A ce titre cette seconde thèse sera étudiée dans la IV^e Partie. Notons dès à présent que le raisonnement de M. Durbin n'est pas si rigoureux qu'il ne finisse par admettre que les propositions de M. Hayek sont valables sous son hypothèse que tous les facteurs de production sont employés.

MM. Hansen et Tout (2), entre les opinions opposées de MM. Hayek et Durbin, aboutissent à des conclusions plus nuancées. Ils reconnaissent avec M. Hayek que l'augmentation relative de la demande de biens de production a pour résultat d'élever les prix des biens aux étages supérieurs par rapport à ceux des étages inférieurs et par suite d'entraîner un rétrécissement des « marges de prix » (c'est-à-dire un taux d'intérêt plus bas) qui permet un

(1) Dans son article publié dans *Economica* en 1932, il dit que la contraction de la production permettra d'éviter ces pertes puisque l'investissement réel ne peut se développer que par retrait des facteurs mobiles : à cette dernière période le prix des biens de consommation tendra à s'élever, et M. Hayek suggère que la chute du taux d'intérêt qui accompagne la hausse du taux d'épargne incitera les producteurs de biens consommables à les stocker en attendant la hausse. Mais M. Durbin maintient que l'épargne ne deviendra effective, et le transfert des facteurs ne sera engagé, que par l'apparition de pertes dans la production de biens de consommation, que le développement de l'épargne rendra plus difficile d'investir.

(2) « Annual survey of business cycle theory ». *Econometrica*, avril 1933.

allongement permanent du processus de production. Mais ils doutent que cette conclusion soit absolue. Si l'on suppose qu'un procès s'allonge rapidement puis soit maintenu au niveau obtenu, l'arrêt d'addition nette n'entraînera-t-il aucun déséquilibre ? La réponse ne fait aucun doute : à moins de l'intervention de forces compensatrices, la diminution de l'investissement sera si brutale qu'elle se résoudra en contraction du pouvoir d'achat et en dépression. L'objection est si forte, dans sa simplicité, que M. Hayek la passe sous silence dans sa réponse à ces deux économistes, et sans doute y souscrit.

§ 3. — *Un allongement du processus de production provoqué par épargne forcée est nécessairement suivi d'une contraction.*

M. Hayek prétend que les crédits à la production ont pour résultat, comme l'épargne, d'élever relativement les prix des biens aux étages supérieurs, mais que cette relation sera renversée dès que ces crédits cesseront de s'accroître, parce que les habitudes d'épargne et de dépense sont restées les mêmes, et finalement l'emporteront.

L'épargne forcée est sans doute une cause majeure de trouble, mais MM. Hansen et Tout (1) nient que, *comme telle*, elle se résolve nécessairement en dépression, ou que toute dépression ait son origine dans un phénomène d'épargne forcée. La rupture provient plutôt des fluctuations du taux d'accumulation du capital : peu importe que ces fluctuations résultent d'épargne forcée ou d'épargne volontaire (2). L'Ecole de Vienne, notamment avec M. Hayek, n'a pas tort de soutenir que, sous le stimulant artificiel de l'épargne forcée, l'accumulation de capital se développe au delà de ce qui peut maintenir l'épargne volontaire, mais une contraction de structure de la production n'en résultera pas nécessairement. Pourquoi le volume de crédit bancaire ne pourra-t-il s'accroître indéfiniment, si les réserves d'or augmentent en même temps, ou si l'on substitue à l'or une circulation monétaire dirigée ? Bien plus, un degré modéré d'épargne forcée n'est pas nécessairement un mal. Ce n'est pas du crédit bancaire en lui-même que naît le trouble, mais de ses fluctuations (3). En résumé

(1) *Econometrica*, avril 1933.

(2) Nous avons vu ce 2^e cas au paragraphe précédent.

(3) Il n'y eut guère de période économique plus stable qu'entre 1896 et 1914 où le crédit bancaire s'accrut de façon continue avec une lente croissance des prix. L'épargne forcée stimulait l'investissement sans instabilité excessive.

stimuler à l'excès la production de biens de capital, c'est provoquer tôt ou tard l'effondrement ; mais il n'en est pas de même avec un taux constant de nouvel investissement, fût-il soutenu de façon permanente par l'épargne forcée.

Capital and industrial fluctuations (1), réponse de M. Hayek à l'article de MM. Hansen et Tout, ne laisse pas ce problème sous silence. Comme de coutume en pareil cas, l'auteur procède à un nouvel exposé de la thèse incriminée, sans se soucier beaucoup d'approfondir les critiques dont elle a été l'objet, tant il est convaincu que seule la difficulté d'interprétation est à l'origine des critiques, qu'il ne s'agit que d'un malentendu et qu'un exposé plus clair suffira à entraîner la conviction.

La caractéristique de l'épargne forcée, c'est qu'elle conduit nécessairement à un accroissement des fonds utilisables à l'achat de biens de consommation. Aussi importe-t-il, estime M. Hayek, de ne pas séparer cette question de celle des effets d'une expansion directe de la demande monétaire de bien de consommation. Conséquents avec eux-mêmes, MM. Hansen et Tout rejettent à la fois les conclusions de M. Hayek sur l'épargne forcée et sur les crédits à la consommation.

L'épargne forcée met les entrepreneurs en mesure d'attirer des facteurs de production des derniers étages aux premiers. A la différence de l'épargne volontaire, cela ne correspond pas à un transfert de fonds des biens de consommation aux biens de production, mais résulte d'une émission de monnaie additionnelle qui permet aux entrepreneurs d'attirer des facteurs de production par surenchère sans qu'il y ait chute de prix correspondante pour les autres facteurs. Le revenu monétaire total s'est accru, et par conséquent les dépenses de consommation qui suivront avec un certain retard la hausse des demandes de biens de production : dès que celles-ci commencent à baisser, la proportion monétaire des demandes de biens de production et de consommation se modifiera en faveur des seconds. Quel sera alors l'effet de l'accroissement relatif des dépenses de consommation ?

Rappelons d'abord avec M. Hayek que nous arrivons à la période qui suit un boom : il n'y a donc pas de ressources sans emploi ; d'autre part puisque le taux d'expansion des crédits à la production tend à s'abaisser en dépit de l'accroissement des dépenses

(1) *Econometrica*, avril 1934.

monétaires en biens de consommation, on ne peut supposer que l'émission de crédit se renouvellera.

La hausse de prix relative des biens de consommation a pour résultat d'inciter à développer rapidement la production, c'est-à-dire à employer relativement plus de travail par rapport au capital. Tandis que la demande continue à élever les prix de tous les facteurs non spécifiques (qui peuvent s'employer aussi aux derniers étages), aux étages supérieurs les prix des produits intermédiaires spécifiques tendent à s'abaisser par rapport aux coûts. Le caractère non rentable des premiers étages s'étend progressivement, et finalement se résout en un chômage général qui entraîne la chute de prix des facteurs originaires comme des biens de consommation.

Tel est le nouvel exposé que M. Hayek fait de sa théorie en réponse aux critiques. Mais une affirmation un peu hasardeuse de MM. Hansen et Tout lui donne l'occasion de contre-attaquer et par là d'affermir sa propre position. Ceux-ci voient dans un taux *constant* d'expansion de crédit la solution qui permet au capital de s'accroître régulièrement et sans trouble. Si « constant » se réfère au taux d'expansion des moyens de circulation dans leur ensemble, cela ne suffit pas à maintenir un taux constant d'épargne forcée — et d'ailleurs il semble que toute tentative d'assurer le maintien du taux d'épargne forcée se heurte à des forces contraires dès que le procès d'inflation dépasse une certaine rapidité.

Un taux constant d'épargne forcée exige un taux d'expansion de crédit qui permette aux producteurs de produits intermédiaires d'attirer des quantités additionnelles constantes de moyens originaires de production, au détriment des producteurs de biens de consommation. Mais comme ces derniers disposent de fonds qui augmentent sans cesse, comme nous l'avons vu, les crédits à la production accordés aux premiers doivent s'étendre par rapport à leur expansion précédente, à présent reflétée dans la consommation accrue. Donc, pour maintenir seulement le capital existant, le crédit devrait s'étendre progressivement suivant un *taux constant*.

Mais s'il s'agit de développer sans cesse le capital, il lui faudra s'élever à un *taux constamment croissant*, qui dépendra du délai qui s'écoule entre les premières dépenses faites avec la monnaie additionnelle et la consommation du revenu engendré par ces dépenses. Tôt ou tard une telle politique entraînera une hausse rapide et progressive des prix, et celle-ci provoquera des mou-

vements qui compenseront et même annihileront l'épargne forcée.

Cette impossibilité de maintenir l'épargne forcée résulte du fait que l'offre de biens de consommation ne peut s'élever au même rythme que le flot de monnaie qui se consacre à leur achat. L'expansion doit conduire finalement à une augmentation de production des biens de consommation, mais avec un retard considérable sur l'élévation de la demande née de cette expansion. La hausse générale des prix oblige les entrepreneurs à renoncer à maintenir intact leur capital (1), même avec les disponibilités que leur apporte l'épargne forcée.

Aussi M. Hayek juge-t-il illusoirs les espoirs que MM. Hansen et Tout fondent sur un taux constant d'épargne forcée.

Si ce taux est relativement faible, si les fluctuations d'investissement qu'il provoque ne dépassent pas certaines limites, si le taux d'épargne volontaire est relativement élevé, M. Hayek leur concède que l'épargne forcée peut, au moins temporairement, ne pas entraîner une crise économique. Mais il reprend aussitôt cette concession : jamais à son avis l'épargne forcée ne peut être bienfaisante.

(1) L'entrepreneur considère son capital en relations monétaires. Même, s'il résiste à la tentation de constater des profits qui n'existent que sur le papier, et s'il calcule ses coûts d'après un index-number, cet expédient sera sans effet une fois atteinte une certaine rapidité de dépréciation,

CHAPITRE III

Des crédits à la consommation.

Un accroissement de la consommation à la suite d'une ouverture de crédits (en dehors de ce qui est nécessaire à maintenir la neutralité de la monnaie) provoque inévitablement un raccourcissement du processus de production, donc une dépression : ainsi peuvent se résumer les conclusions de M. Hayek sur ce point. Le raccourcissement du procès naît de la hausse relative des biens aux étages inférieurs qui résulte de la consommation accrue.

Mais, remarquent MM. Hansen et Tout dans leur étude (1), il suppose l'élasticité de l'offre de monnaie et du crédit bancaire : dans ces conditions, la première réaction des entrepreneurs devant la hausse du taux de profit en perspective à tous les étages qui résulte de la hausse des biens de consommation, sera de solliciter des banques l'ouverture de crédits, et ces crédits à la production préviendront le transfert des biens non spécifiques vers les étages inférieurs. L'erreur de M. Hayek, c'est de ne pas distinguer entre les changements réels de la demande de biens de consommation (2) et un changement nominal par variation du volume de monnaie : tandis que les prix des biens de consommation s'élèvent par rapport aux biens de production lorsque s'accroît le penchant à la dépense, il n'en est pas de même en cas de crédits à la consommation car les marges de profit plus grandes aux étages inférieurs poussent, à tous les étages de la production, les entrepreneurs à demander des crédits (3). Ce sont probablement les prix des biens de production qui s'élèveront le plus pour cette raison bien connue (4) qu'une hausse lé-

(1) *Econometrica*, avril 1933.

(2) Par modification de la *time-preference* pour biens présents et futurs.

(3) Si l'on suppose avec M. Hayek tous les facteurs employés, les entrepreneurs élèveront leurs prix sans pouvoir développer la production.

(4) M. Carver, M. Aftalion, M. Clark.

gère des biens de consommation élargit grandement la marge de profit donc les prix des biens de production (1).

Par suite du retard des coûts derrière la hausse des prix, conjugué au retard du taux d'intérêt derrière la hausse du taux des profits à venir, il y a en quelque sorte un déséquilibre dans la structure interne des prix, auquel succédera un nouvel équilibre des prix des biens de consommation et de production.

Peu importe d'ailleurs si l'offre de monnaie accrue profite directement aux consommateurs, ou ne leur parvient qu'indirectement, à la suite d'emprunts des entrepreneurs nés de quelque événement (2) venu affecter la marge de profit. Si des crédits à la consommation ont augmenté les marges de prix, le crédit à la production se développera sans tarder ; si par exemple un abaissement des coûts a incité les entrepreneurs à emprunter, la consommation bénéficiera bientôt d'une offre de monnaie accrue.

En résumé, les prix des biens de consommation et des biens de production varient :

— En sens inverse si le taux d'intérêt s'élève (par variation de la *time-preference*, en supposant constante l'offre de monnaie ;

— Dans le même sens si l'offre de monnaie se modifie.

Dans ce dernier cas, les prix des biens de production varieront sans doute avec une violence plus grande, mais l'équilibre atteint, la relation des prix reste inchangée, à moins que la transition n'ait provoqué une variation de la *time-preference* — ce qui est d'ailleurs loin d'être improbable car la variation de l'offre monétaire modifiera sans doute le revenu réel de la communauté (3).

Il importe d'ailleurs de préciser que des crédits à la consommation trop largement ouverts ébranlent la confiance et causent la chute des prix des biens de production. Mais le problème change d'aspect : ces difficultés naissent du caractère fondamental des systèmes monétaires modernes et n'apparaîtront pas si la confiance du public assure la circulation de papier-monnaie. M. Hayek ne discute que le rapport entre le crédit à la consom-

(1) L'expansion de l'offre de monnaie peut affecter indirectement la *time-preference* par les changements qu'elle entraîne dans la distribution du revenu, mais il importe néanmoins de distinguer leurs effets sur les prix relatifs.

(2) Par exemple, abaissement des coûts à l'unité, ou hausse des prix.

(3) Les conclusions de M. Hayek deviennent absurdes si l'on inverse ses hypothèses et si l'on suppose une contraction du crédit à la consommation. Les prix des biens d'ordre supérieur devraient alors s'élever, les biens spécifiques se diriger vers le haut, la structure s'allonger et la prospérité jaillir.

mation et la structure de production en un système monétaire quelconque.

MM. Hansen et Tout remarquent enfin que, suivant M. Hayek, les dépenses publiques et la fiscalité excessives ont les mêmes conséquences que les crédits à la consommation : en élevant le rapport entre la dépense et l'épargne, elles provoquent un raccourcissement du processus de production et par suite une dépression. Mais s'il est exact qu'elles peuvent retarder la reprise des industries privées, si l'on peut admettre qu'un resserrement brutal de la fiscalité risque de diminuer gravement le taux d'investissement, il ne s'ensuit pas que le développement des dépenses publiques entraînera l'instabilité. Seuls sont significatifs les changements violents du rapport entre la dépense et l'épargne.

Mais examinons à présent la réponse de M. Hayek (1).

Il faudrait, dit-il, une théorie complète de l'évolution de la dépression pour analyser l'effet d'une expansion de la demande de biens de consommation lorsque les forces productives ne sont pas toutes employées, et lorsque les banques ont la possibilité d'accorder de nouveaux crédits à la production. Cette étude, pour intéressante qu'elle soit, n'a aucun rapport avec l'analyse de M. Hayek qui suppose que la crise antérieure a conduit à l'emploi de toutes les forces productives, et à l'impossibilité d'étendre davantage les crédits aux entrepreneurs. Dans ce cas, comment le phénomène qui a donné naissance à la crise — la hausse de la demande relative de biens de consommation — pourra-t-il être en même temps son remède ?

MM. Hansen et Tout semblent avoir commis une confusion, qui les a conduits à nier l'effet destructeur du capital que produisent les nouveaux crédits à la consommation, non seulement en cas de dépression avancée, mais d'une façon générale : on en trouve une preuve dans l'opposition qu'ils s'efforcent d'établir, entre les changements « nominaux » dans la demande monétaire relative de biens de consommation et de production, et les changements « réels » qui résultent d'une modification fondamentale de la *time-preference* entre biens présents et futurs.

Mais n'est-ce pas tenter d'établir un rapport purement « mystique », que de supposer que cette *time-preference* peut s'exprimer autrement qu'à travers la demande relative de ces deux types de

(1) « Capital and industrial fluctuations. » *Econometrica*, avril 1934.

biens, ou de supposer qu'elle peut avoir des effets immédiats différents de ceux engendrés par une autre cause affectant cette demande relative ? Comment peuvent-ils accepter à la fois que des causes monétaires, sans changement de la *time-preference*, puissent produire une « épargne forcée », et nier qu'elles puissent conduire à une « désépargne forcée » ?

En principe, toute variation dans la demande relative de deux catégories de biens tend à produire des changements correspondants dans leurs productions comparées. Mais lorsqu'un certain montant de monnaie se dirige de la demande de biens de consommation à celle de biens de production, la proportion entre les deux catégories est changée plus fortement qu'en cas de variation unilatérale d'un même montant. D'autre part, les changements de ce second type conduisent à des fluctuations ultérieures qui peuvent modifier la tendance ainsi créée : c'est ainsi que lorsqu'un changement de la demande relative s'accompagne d'une réduction absolue de la demande, si les coûts sont rigides, des tendances à la déflation apparaîtront qui pourront compenser, et au delà, l'effet de la variation de la demande relative.

En dépit de ces complications ultérieures, M. Hayek maintient ses conclusions, et y incorpore même la thèse « absurde » (1) qu'une diminution unilatérale de la demande de biens de consommation peut aboutir à allonger la structure de production, cas improbable mais non impossible (2). Il importe de distinguer entre les tendances qui résultent directement d'un changement monétaire donné, et les effets des changements monétaires ultérieurs que provoquera probablement la première variation : dans les discussions, tantôt on considère ces derniers comme acquis, sans même les mentionner, tantôt on ne démontre ni pourquoi ni comment ils découlent du premier changement.

On peut concevoir une thésaurisation étendue née de l'attente d'une chute générale des prix, et toute modification de ces prévisions peut provoquer une « déthésaurisation » et un investissement de fonds d'une ampleur telle que leur effet peut l'emporter sur l'effet initial de la demande accrue de biens de consommation.

(1) Cf. note de M. Hansen et M. Tout.

(2) Par exemple si la thésaurisation s'accroît au détriment des produits agricoles, les salaires des ouvriers agricoles s'abaisseront, et cette baisse s'étendra sur tout le marché du travail. La quantité réelle de travail correspondant à un montant constant de monnaie investi dans l'industrie s'accroîtra, et par suite le capital.

D'autre part, en rapport avec ces complications monétaires secondaires, les mouvements *généraux* de prix peuvent prendre une grande importance, et tout ce qui les atteint est susceptible d'entraîner des variations monétaires dont l'effet sur la demande relative des deux types de biens peut être plus violent que le changement initial dans la quantité de monnaie.

C'est une erreur que de croire, comme MM. Hansen et Tout, que lorsque les prix des deux types de biens bougent dans le même sens, ce mouvement ne peut s'accompagner de variations dans leurs positions respectives : en réalité, ces variations auront le même effet qu'en l'absence d'un mouvement général de prix (1).

Les tendances à l'inflation qui peuvent apparaître ne sont pas une conséquence nécessaire de la crise, mais résultent des résistances que rencontrent les réajustements. Aussi importe-il de les séparer dans l'analyse, pour permettre de dénouer l'enchevêtrement des forces en action, d'expliquer la dépression dans le détail. Ce n'est pas une raison parce que d'autres les contrarieront que l'on peut nier certaines forces.

(1) Il est curieux de remarquer ceci : prétendant démontrer que l'effet des changements dans la demande relative dus aux changements dans l'offre de monnaie est de nature particulière, ils en arrivent à admettre la non-permanence du capital accumulé par épargne forcée. Si, après une variation de l'offre de monnaie, l'équilibre est finalement rétabli et si la relation des prix des deux catégories de biens n'est pas modifiée (à moins que la transition n'ait amené un changement de *time-preference* des titulaires de revenus), en ce cas la majorité du capital créé par épargne forcée sera perdue. MM. Hansen et Tout croient probable ce changement de *time-preference*, puisqu'une variation de l'offre de monnaie modifiera sans doute le revenu réel de la communauté. Mais ils pensent alors à l'effet de ces variations sur la quantité et la distribution des ressources, et non sur les *time-preferences* individuelles.

CHAPITRE IV

Critique de la conception de la « monnaie neutre »

La thèse de M. Hayek peut se résumer ainsi :

— Le volume effectif de monnaie doit rester constant (1).

— Toute variation de l'offre de monnaie ne peut être que nuisible, car elle provoque un raccourcissement de la production.

— Même le développement de l'industrie et du commerce ne justifie pas l'expansion du crédit bancaire.

— Il est vain de chercher à remédier à une dépression par des influences d'ordre monétaire.

Cette conception de la constance du volume effectif de monnaie, comme unique condition de l'équilibre intertemporel, entraîne deux corollaires :

a) en ce cas, les additions à l'épargne se transforment automatiquement en investissements réels,

b) sinon, toute épargne forcée résultant de l'inflation sera économiquement gaspillée, et une partie de l'accumulation volontaire risque d'être perdue à son tour.

Le seul et unique critérium d'une politique de banque d'émission est donc d'assurer la constance effective de la quantité de monnaie.

M. Ellis (2) — avec bien d'autres économistes — estime inexactes l'analyse de M. Hayek et les conclusions qu'il en tire. Et il présente trois objections majeures :

(1) Sauf les variations nécessaires :

— pour compenser les variations de la vitesse de circulation de la monnaie ;

— pour contrecarrer les changements des coefficients de transactions monétaires (par exemple dans le cas de fusion de firmes) ;

— enfin pour faire face aux changements dans les moyens de paiement non monétaires (par exemple un livre de crédit).

(2) *German monetary theory*, ch. XIX, § 2.

§ 1. — *Un volume de monnaie constant, tel que le définit M. Hayek, ne saurait assurer une baisse des prix en harmonie avec les coûts réels.*

La définition du « volume effectif de monnaie » englobe toutes les variations nécessaires à compenser les changements de vitesse de circulation, du degré d'intégration industrielle, à compenser enfin les changements dans l'extension de la sphère de l'économie non monétaire. Il est remarquable que ces exceptions ne s'étendent pas à l'addition d'un « étage de production » (1). C'est précisément la constance de la monnaie par rapport à cette dernière variable qui assure, d'après M. Hayek, le transfert de l'épargne en investissement économiquement valable.

Mais si l'on n'accroît pas la quantité de monnaie pour couvrir le flux additionnel de biens qu'entraîne le nouvel étage, les prix tomberont nécessairement pour deux raisons ;

— à cause de l'accroissement de volume des biens de consommation qui résulte de l'emploi de méthodes plus indirectes,

— à cause du retrait de moyens de paiement destinés à faire face à l'augmentation du courant de biens de production (2).

Si « réel » signifie que la valeur des biens de consommation est exprimée directement en biens de production, seule la première de ces deux raisons représente un déclin des coûts réels. La chute dans le rapport qui lie la valeur unitaire des biens de consommation à la valeur unitaire des biens de production, exprime le déclin du taux d'intérêt par suite de la diminution de la *time-preference* qui a engendré l'augmentation nouvelle des épargnes. Par conséquent, la chute des prix excède la chute des coûts réels, en une économie monétaire, en proportion de la déflation provoquée par la création d'un étage additionnel à couvrir. Et c'est dans la même mesure que la politique monétaire de M. Hayek s'écarte de son idéal, la neutralité de la monnaie.

Telle est la première objection de M. Ellis. Avant d'aborder la

(1) « Pour une raison obscure, à la différence de M. Koopmans, M. Hayek ne regarde pas l'allongement du processus de production comme une justification à une expansion monétaire. Les étages additionnels doivent, d'après lui, pouvoir abaisser la valeur totale de la production et le revenu total des facteurs. Mais il traite comme M. Koopmans les autres désintégrations verticales qui ne sont pas associées à des changements de structure » (Ellis).

(2) Cf. *Economica*, 1932, p. 147.

seconde, il est intéressant d'exposer les réflexions moins abstraites de MM. Hansen et Tout (1) sur un même point voisin.

Pour savoir quel but assigner à l'offre de monnaie (si elle doit être constante, ou bien croître aussi rapidement que le volume du commerce, ou bien plus vite), il suffit de rechercher quelle politique permettra les ajustements les plus rapides aux changements dynamiques. Faut-il croire avec M. Hayek que les frictions seront moindres si l'offre de monnaie est constante ou « neutre » ? C'est supposer tout d'abord, par exemple, que les prix s'abaissent réellement partout où un progrès technique vient réduire les coûts — hypothèse bien irréaliste, avec les cartels ou les monopoles. Le plus souvent les prix ne s'adaptent pas aussitôt à des coûts inférieurs, et cette divergence entraîne des modifications violentes dans le revenu national, par suite un accroissement anormal de l'investissement, et l'instabilité. De plus c'est négliger que la banque d'émission peut seulement maintenir la monnaie constante : le niveau général de prix tombera bien à la suite d'un progrès technique, mais cette baisse ne se produira pas forcément sur les biens produits à moindre coût (2). Cette politique monétaire ne peut donc assurer qu'une chute de prix quelque part pour compenser l'accroissement de production, mais non le maintien de la structure interne de prix. Elle provoquerait donc certainement de mauvais ajustements.

Ce fut le cas aux Etats-Unis de 1873 à 1896 où il y eut de très sérieuses dépressions. Et, pour ne pas remonter si loin, la dernière période de boom fut la seule où les prix s'abaissèrent réellement : la dépression qui devait suivre aurait dû être une des plus douces ! Si certains prix étaient trop élevés, d'autres étaient trop bas : mauvais ajustement interne qu'une politique bancaire plus énergique n'aurait probablement pas su réduire avec plus de succès. De même la thèse de M. Hayek implique la stabilité des salaires monétaires tandis que les prix varient avec les coûts : mais c'est ne pas tenir compte des salaires aux pièces, et de l'intervention des syndicats pour une hausse des salaires.

Il est vain de s'hypnotiser sur un niveau de prix stable et même en baisse : il s'agit d'abord de maintenir l'harmonie entre les prix et les coûts pour éviter profits et pertes, et d'autre part d'éviter la rupture de la structure interne de prix. L'essentiel de la stabilité

(1) *Econometrica*, avril 1937.

(2) MM. Hansen et Tout reconnaissent d'ailleurs que tout cela n'aurait pas lieu en cas de flexibilité complète des prix.

économique, c'est de favoriser des mouvements lents et réguliers du niveau de prix pour assurer aisément et rapidement l'adaptation des coûts aux prix ou inversement.

M. Hayek, dans sa réponse à MM. Hansen et Tout (1), leur reproche d'introduire dans une analyse théorique des complications pratiques insuffisamment étudiées. Il se contente de faire deux remarques :

— Le concept de monnaie neutre est un instrument d'analyse, et non de politique pratique.

— Jusqu'en 1927 il croyait à la douceur de la crise qui succéderait au boom, en raison de l'absence de hausse durant ce boom. Mais cette année-là une action sans précédent des autorités monétaires américaines rendit toute prévision, toute comparaison impossibles : la politique de facilités de crédit permit de prolonger le boom de deux ans, puis la crise venue, de nouvelles interventions s'efforcèrent d'empêcher sa liquidation.

§ 2. — a) *Un tel déclin, fût-il réalisé, n'est pas la seule condition capable d'assurer la « concurrence parfaite » des entrepreneurs.*

Il n'est pas prouvé que la condition susceptible d'assurer une conduite rationnelle de la part des entrepreneurs soit un déclin séculaire des prix, provoqué par le développement des accumulations et les progrès techniques. M. Hayek se réfère d'habitude à *Weltwirtschaftliches archiv* pour prouver son principe théorique essentiel : il oppose seulement les prix stabilisés et les prix en baisse, sans tenir compte de cette complication qu'est le degré de chute. Partant d'un article sujet à des fluctuations de coût saisonnières et connues, il arrive aux variations saisonnières du niveau général des prix, et de la même façon aux variations d'un grand nombre de biens essentiels à chute séculaire.

Lorsqu'il étudie le déclin des coûts suivant des fluctuations connues, saisonnières ou séculaires, pour quelques biens seulement, on peut supposer qu'il faut qu'interviennent des baisses de prix absolues pour égaliser entre les divers moments considérés le profit réalisé sur capital investi. Si quelques biens seulement sont meilleur marché par rapport aux autres, le niveau général de prix des biens de consommation ne peut varier de façon appréciable et par suite la baisse des biens considérés n'est pas seulement

(1) *Econometrica*, avril 1934.

relative mais absolue. De cette base logique, il en vient à impliquer une baisse générale de tous les produits en termes réels, à parler de changements généraux de prix en valeur absolue, en supposant seulement que les changements de prix relatifs ne pourraient suffire à maintenir l'équilibre.

C'est oublier apparemment que, sous ses hypothèses, une telle politique relative aux prix des biens de consommation, connue d'avance et persistant quelque temps, serait aussitôt escomptée et ne pourrait servir de base à une modification des ressources. Lui-même admet que si un agriculteur subit plusieurs fois des pertes à la suite d'une politique stabilisant les prix malgré la chute des coûts, au nom de son intérêt propre il en viendra à accroître sa production courante par une exploitation plus intensive. En d'autres termes, il « anticipe » l'excès de production dans l'avenir et développe immédiatement sa production courante de façon à s'assurer à tout moment des profits égaux sur ce qu'il a investi. Si, comme le suppose M. Hayek, on peut connaître d'avance le degré de l'amélioration du sol, ainsi que la politique relative au niveau des prix, si les contrats, les traditions ne s'opposent pas aux mouvements des prix, une communauté d'agriculteurs travaillant sur des bases rationnelles ne se souciera guère si les prix s'élèvent, s'abaissent ou restent constants. Sous de telles hypothèses seuls importent les changements de prix relatifs et non absolus, comme M. Hayek le remarque lui-même dans sa critique des anciennes théories monétaires. Mais cela aboutit à ruiner sa politique tendant à assurer un « volume effectif de monnaie constant », dans la mesure où elle repose sur des hypothèses qui impliquent un calcul de prix futurs.

b) *Même sous les hypothèses de concurrence parfaite et de volume effectif de monnaie constant, son analyse du mécanisme des réactions des prix devant l'épargne est inexacte.*

Il ne s'agit plus apparemment de calcul de prix futurs par les entrepreneurs, mais du « *modus operandi* » de l'extension du capital « réel » par rapport aux réajustements nécessaires dans les courants de monnaie consacrés à la production ou à la consommation. C'est la question de l'épargne forcée, déjà étudiée.

De plus, il importe de noter que dans cette seconde démonstration de la nécessité de garder constant le volume de monnaie, M. Hayek a abandonné l'instrument qu'il donnait comme guide

à la production, dans la première : le coût unitaire de production. Pour que l'investissement se réalise correctement, il suffirait que l'entrepreneur connaisse la politique de prix de l'autorité bancaire et puisse apprécier l'accroissement de l'épargne : or nulle part ces deux éléments n'interviennent dans l'analyse. Ce second type de raisonnement exige néanmoins de l'entrepreneur un calcul compliqué sur la base de l'équation d'échange. Même si l'on prend pour exemple le schéma très simplifié de *Prices and production*, il lui faudra mesurer la déflation des prix des facteurs qui accompagne le courant de monnaie additionnel dans la sphère des produits intermédiaires, et en outre la chute plus forte encore des biens de consommation qui résulte de l'action combinée de cette déflation et du plus grand volume de production courante. Pour peu que l'entrepreneur essaie encore de tenir compte des autres variables, sa raison n'y résistera pas...

§ 3. — *L'équilibre ne dépend pas uniquement, ou même principalement, du sort d'un procès de concurrence parfaite.*

En strict accord avec les postulats de la théorie classique de la valeur, il est facile de croire que la quantité de monnaie importe peu en un monde de parfaite prévision, de parfaite concurrence, où la raison emporte toujours les décisions, où les facteurs sont divisibles à l'infini, où enfin il n'y a ni contrats ni traditions qui puissent s'opposer aux mouvements de prix. La constance du volume effectif de monnaie, comme toute autre politique monétaire stable, permettrait alors aux épargnes de se transformer automatiquement en investissements, et d'après le progrès technique assurerait l'extension économiquement correcte du capital. Mais cette analyse est irréelle, ne tient pas compte des frictions, des retards, de la psychologie des foules. Des coûts tels que les salaires contractuels, l'intérêt, sont toujours à la traîne derrière les mouvements de prix. Dans le cas d'un progrès technique, il faudra reviser les contrats pour que tout le gain n'aille pas au seul entrepreneur (1). Et même serait-ce le cas, les prix subiraient-ils

(1) Mais, répond M. Hayek, le concept de monnaie neutre est un instrument d'analyse et non de politique pratique : il éclaire les conditions dans lesquelles le procès économique dans une économie monétaire correspond à la description de la théorie d'équilibre, et montre fortuitement les effets d'un changement monétaire. Il n'est nullement inconcevable que des considérations autres que les influences monétaires directes sur les prix (contrats en sommes de monnaie

un déclin parallèle au coûts réels, la situation n'en serait guère plus satisfaisante. Les périodes de baisse des prix engendrent généralement le pessimisme et découragent l'initiative des entrepreneurs ; l'épargne ne s'investit que lentement ; l'application de la nouvelle technique traîne. Aussi en vient-on à supplier la Banque d'émission d'élever le niveau de prix pour éviter la stagnation, dût-elle recourir à certaines mesures d'inflation (1).

En somme la définition par M. Hayek d'un « volume effectif constant » inclut assez d'élasticité pour protéger les prix des mouvements sans signification nés de contraction ou d'expansion de la sphère d'économie monétaire, des fluctuations de l'intégration..., et empêche aussi la contagion de l'inflation extérieure sur l'économie intérieure. Mais ce problème reste posé : quelle est l'impasse la plus probable dans le monde économique, la plantation de bananes de M. Keynes qui stagne faute d'être stimulée par l'inflation, ou la machine gigantesque de M. Hayek appelée à fonctionner par épargne forcée et devenue inutile quand elle disparaît ?

fixes, prix rigides) puissent le rendre impraticable parce qu'il causerait de nouvelles frictions. Même sous le meilleur système monétaire, le mécanisme qui équilibre les prix pourrait être fort troublé par des causes d'ordre monétaire.

(1) MM. Hansen et Tout arrivent à des conclusions analogues. Aux Etats-Unis, remarquent-ils, les vitesses de circulation des dépôts bancaires et des produits industriels ont été réduites de moitié. Le niveau de prix est tombé d'autant que le volume de crédit bancaire s'est contracté. Ne devrait-on pas laisser s'accroître l'offre de monnaie, car sinon les prix s'abaisseront encore à chaque accroissement du volume du commerce, tout effort de reprise bloqué ?

CHAPITRE V

M. Hayek et Wicksell.

La notion d'« équilibre intertemporel » (1) fournit un outil indispensable dans l'étude du cycle. A Wicksell revint l'honneur de lancer l'idée que le taux d'intérêt n'a aucun sens dans l'ensemble du système d'équilibre si on ne le rapporte pas aux prix présents et futurs. M. Hayek donna un nouvel élan à cette ligne de pensée par le dogmatisme de sa solution. C'est surtout en critiquant, de même qu'en développant la théorie de Wicksell qu'il propose sa théorie de la relation entre la monnaie et le taux d'intérêt (2).

Mais, juge M. Sraffa (3), c'est une confusion essentielle que de faire des divergences de taux les caractéristiques d'une économie monétaire (4). Sans la monnaie, il n'y a qu'un seul taux d'équilibre, mais autant de taux « naturels » que de biens. L'action arbitraire des banques n'est nullement une condition nécessaire de leur discordance : si nous supposons que les prêts s'effectuent en blé, et que les fermiers modifient arbitrairement la quantité de blé produite, le taux d'intérêt réel des prêts en blé divergerait du taux basé sur un autre bien.

En état d'équilibre, pour tout bien, tous les taux naturels sont

(1) M. Ellis : *German monetary theory*.

(2) Pour M. Keynes, *Prices* est basé tout entier sur l'hypothèse qu'à tout moment le taux du marché est égal au taux naturel. En ce cas, il y aurait peu de points communs entre *Prices* et *Treatise* où M. Keynes s'occupe surtout d'une divergence de ces deux taux. M. Keynes définit d'ailleurs le taux naturel comme celui qui égalise à tout moment l'épargne et l'investissement d'après la psychologie du marché, sans se soucier de la permanence ou de l'instabilité du taux d'investissement dominant : il propose de le nommer « taux naturel à court terme », tandis que la méthode de M. Hayek pourrait convenir à l'analyse de quelques conditions déterminant le « taux naturel à long terme ».

(3) « Dr Hayek on money and capital ». *Economic Journal*, 1932.

(4) Dans *Prices* : « En économie monétaire le taux réel ou monétaire peut différer du taux d'équilibre ou naturel parce que la demande et l'offre de capital ne se rencontrent que sous forme de monnaie, dont la quantité utilisable comme capital peut être arbitrairement changée par les banques » (p. 20).

égaux entre eux, et égaux au taux monétaire d'intérêt. Si l'offre et la demande d'un bien viennent à se séparer, le taux naturel par rapport à ce bien devient distinct des autres taux naturels. D'une façon générale les taux naturels relatifs à des biens dont la production s'élève seront supérieurs à ceux dont la production diminue : en régime de libre concurrence, la divergence des taux d'intérêt est aussi nécessaire à la transition que la discordance des prix et des coûts. Ceci peut s'appliquer tout autant à un accroissement de l'épargne qu'à une variation de la demande ou de l'offre d'autres biens.

M. Hayek critique Wicksell qui a prescrit comme critérium de la neutralité de la monnaie, deux buts qu'il estime incompatibles : la stabilité du niveau général des prix et l'égalité du taux d'intérêt naturel et du taux monétaire, lorsque l'offre d'épargne augmente (1). Mais en un tel cas, il n'y a pas de taux d'équilibre. Le taux naturel par rapport aux biens de production dont la demande s'est relativement accrue est supérieur au taux naturel relatif aux biens de consommation.

C'est le jugement de M. Hayek qui est erroné, estime M. Sraffa, et non celui de Wicksell, car un taux d'intérêt naturel, si on l'adopte comme taux bancaire, stabilisera les prix : ce taux, c'est la moyenne des taux naturels relatifs aux biens qui entrent dans la composition du niveau de prix. La seule objection que l'on puisse adresser à Wicksell, c'est que ce niveau de prix n'est pas unique. Chaque politique monétaire donnera les mêmes résultats, quant à l'épargne et à l'emprunt, qu'une économie non monétaire particulière. Ces économies non monétaires gardent donc le trait essentiel de la monnaie, qui est l'unité de standard. Avec ou sans monnaie, si l'investissement et l'épargne ne coïncident pas, tout accroissement d'épargne avortera pour une grande partie.

La solution de Wicksell est à l'opposé de celle de M. Hayek ; « Pour que l'offre et la demande de capital réel soient égales, les banques doivent consentir des prêts jusqu'à concurrence des dépôts d'épargne seulement, et par conséquent ne jamais modifier le montant de leur circulation. »

M. Sraffa, en somme, nie la possibilité d'une divergence entre le taux d'intérêt d'équilibre et le taux réel, répond M. Hayek (2) — ainsi lorsqu'il soutient : « Si la monnaie n'existait pas, si les

(1) Cf. *Prices*, p. 24, et la 2^e section de la 2^e partie de cette thèse.

(2) *Economic Journal*, 1932.

prêts s'effectuaient sous forme de biens, un seul taux satisferait l'équilibre, mais il y aurait autant de taux naturels que de biens. » En ce cas, nul taux unique, appliqué à tous les biens, ne serait susceptible de satisfaire à l'équilibre.

L'inter-relation de ces différents taux est trop compliquée pour être discutée dans le détail. Le seul point essentiel, c'est de rechercher si le fait qu'un de ces taux naturels par rapport à des biens peut subir un déséquilibre à la suite d'une disparité entre l'offre et la demande de ce bien, est susceptible de répercussions identiques à celles qui résultent d'une divergence entre le taux monétaire et le taux d'équilibre née d'un accroissement dans la quantité de monnaie.

M. Hayek, pour sa part, estime qu'il est possible de modifier artificiellement le taux d'intérêt en un sens où ce ne serait le cas d'aucun bien.

Suivons l'exemple de M. Sraffa. Des fermiers élèvent arbitrairement l'offre de blé, et son prix tombe au-dessous de son coût de production : les prêts en blé s'opèrent à un taux plus bas qu'en tout autre bien. Cette chute du taux provoquera-t-elle la mise en route de processus indirects de production pour lesquels le blé utilisable se révélerait d'ailleurs insuffisant et provoquerait leur interruption ? Nullement. On aura seulement du blé pour plus longtemps. De même dans le cas où l'épargne s'effectue en blé, quand la baisse des prix a restreint sa production, l'accumulation de capitaux que le surplus rendait possible s'arrêtera seulement, sans autre conséquence.

Il en aurait été différemment si l'offre réelle de blé n'avait pas varié, mais si les négociants, sous l'impression fausse qu'elle s'était élevée, ne vendaient plus de blé à terme : c'est le seul cas où, dans une économie de troc, arrive quelque chose qui correspond à la déviation entre le taux d'intérêt monétaire et le taux d'équilibre.

Considérons le blé comme le bien de consommation le plus important. Si l'offre de biens de consommation pour le futur immédiat se présente sur le marché à un prix relativement plus bas par rapport aux machines, il y aura une tendance à l'allongement du procès, mais vient le moment où l'on s'aperçoit de l'erreur, où les prix des biens de consommation s'élèvent, et il n'est plus possible d'attendre aussi longtemps qu'on l'espérait d'abord le produit de l'investissement.

Généralisons et supposons que ce soit la demande de biens pré-

sents, d'une façon générale (et non plus seulement d'une sorte particulière de biens de consommation), qui rencontre la promesse de biens futurs, en excès des biens présents utilisables dans ce but : la monnaie s'accroît à la suite de nouveaux prêts à la production. L'investissement excédera l'épargne, et des processus de production trop longs s'engageront pour disparaître dès que les consommateurs cesseront d'être spoliés.

Si M. Sraffa ne voit aucune raison de limiter à l'épargne la demande de nouveaux capitaux, s'il ne voit qu'une raison (1) de ne pas abaisser à zéro le taux d'intérêt, c'est qu'il considère comme sans rapport avec l'étude de la monnaie et de l'inflation, une discussion des aspects réels de la structure de production.

Pour M. Hayek comme pour Wicksell, réplique M. Sraffa, la maxime idéale de politique monétaire reste d'adopter le taux naturel comme taux d'intérêt monétaire. Le seul obstacle, et qui n'est pas négligeable, réside dans la difficulté de déterminer le taux d'intérêt naturel. Mais quand l'épargne augmente, il y a autant de taux naturels que de biens : il est donc difficile de concevoir comment on pourrait leur égaler le taux d'intérêt monétaire. M. Hayek n'a pas comme Wicksell cette ressource de se rabattre sur une moyenne de taux naturels calculée comme l'index de prix à stabiliser, puisqu'il répudie l'emploi des moyennes. Il reconnaît à présent la multiplicité des taux naturels, mais soutient que « tous seraient des taux d'équilibre », ce qui revient à dire qu'il faudrait égaler le taux d'intérêt monétaire à ces taux naturels divergents.

(1) Le danger d'une hausse générale des prix.

Conclusion.

La théorie de M. Hayek constitue l'élaboration la plus poussée et la plus systématique de l'étude monétaire des cycles en Allemagne et en même temps dégage le scepticisme le plus cohérent sur le résultat des émissions de crédit bancaire.

Cet économiste met notamment en relief une distinction intéressante entre les théories des cycles monétaires ou non monétaires. C'est ainsi qu'il subdivise les secondes en trois types :

— L'un fondé sur la réaction des modifications de la demande de biens de consommation sur la demande de biens de production : à la base, l'hypothèse qu'aucune force n'intervient pour freiner l'accroissement continu de production jusqu'à ce qu'il provoque le déclin des commandes et la chute des prix. Mais il revient au même de soutenir que les producteurs devraient se baser uniquement sur ce qui se passe lorsque les biens arrivent réellement au marché, et ne tenir compte à ce moment que de l'opposition entre offre totale et demande totale. En réalité les entrepreneurs décident du volume de leur production non par estimation du total mais en comparant les coûts monétaires et les prix. Si l'on écarte la monnaie, ils se baseront sur des relations — connues ou approchées — entre ces deux éléments et le volume produit. Certes, une fois le cycle engagé, il ne faut pas négliger la variation de production des biens de production sensiblement plus forte que celle des biens de consommation, mais ce premier type de théories ne révèle pas la raison de la variation.

— Un second type insiste sur les mauvais ajustements entre l'épargne et l'investissement qui provoquent finalement des calculs erronés des entrepreneurs en biens de production sur le volume d'épargne courante. Ces théories marquent un progrès sur les précédentes, car elles ne s'attachent pas à l'épargne totale, à l'investissement total comme guides des entrepreneurs, mais au taux d'intérêt. Si ce taux n'est pas mêlé à d'autres éléments, il permettra de déterminer quelles sont l'offre et la demande de capital, et par là les possibilités de nouvel investissement.

* — Le dernier type enfin insiste sur les facteurs psychologiques. M. Pigou lui-même ne parvient pas à démontrer pourquoi les entrepreneurs se trompent lorsqu'ils étudient les changements qui interviennent dans les faits économiques et pourquoi ces erreurs tendent à s'accumuler et à déclencher une crise malgré les forces d'équilibre.

Si dans un système d'économie naturelle on admet que le taux d'intérêt permet de garder la production de biens de capital dans les limites de l'accumulation, il faut admettre que la discordance ne peut se développer qu'« à travers l'indépendance de l'offre de fonds susceptibles d'être prêtés, par rapport à l'épargne qui à son tour repose sur un élément variable, la quantité de monnaie ». L'apparition de la monnaie, qui par contraste avec les autres biens ne peut satisfaire aucun besoin, écarte l'interdépendance rigoureuse et le caractère fermé du système économique et permet des mouvements qui seraient exclus dans le procès d'équilibre.

Si la théorie monétaire ne s'est pas imposée davantage, c'est qu'elle s'est généralement bornée au seul phénomène des changements du niveau général des prix.

Mais la valeur de la monnaie est un concept si atténué qu'il apparaît à peu près superflu. Seuls importent les prix, les revenus relatifs, et la façon dont ils sont affectés par la politique monétaire, comment ils donnent naissance aux variations cycliques.

Cet exposé ouvre donc la voie à un compromis très acceptable entre la théorie non monétaire et la théorie monétaire, quoi qu'il paraisse tout d'abord. Le facteur monétaire est la condition *sine qua non* du cycle mais l'impact non monétaire la condition *per quam*. Car pour M. Hayek le phénomène sous-jacent du cycle est une oscillation dans la structure de production qui résulte de l'action (1) de l'inflation sur la demande de capital. L'équilibre de la structure réelle de production consiste dans l'ajustement des facteurs réels de production à la demande relative de capital.

Tel est le but que s'est proposé M. Hayek. Il est infiniment plus difficile de déterminer dans quelle mesure il l'a atteint. L'examen des critiques dont ses théories ont fait l'objet, est dans son ensemble assez décevant. MM. Hansen et Tout, M. Ellis... ne réussissent que rarement à emporter l'adhésion parce que souvent ils apparaissent comme incapables de saisir la pensée réelle de M. Hayek. La forme surprenante de sa théorie, ce triangle qui

(1) Et des réactions qu'elle entraîne.

lui sert de base, les déroutent peut-être moins que la simplicité, la limpidité de *Prices* et ses conclusions bien difficiles à admettre par des économistes anglo-saxons. « Opinion manifestement absurde, à laquelle M. Hayek ne peut souscrire », écrivent quelque part MM. Hansen et Tout, mais M. Hayek la revendique fièrement, et ses critiques sont bien en peine d'en prouver l'absurdité. MM. Hansen et Tout sont d'ailleurs ceux qui se sont approchés le plus près de la doctrine d'Hayek, et qui en ont présenté l'examen le plus complet, la critique la plus cohérente : dans ses réponses Hayek leur reproche en général de l'avoir mal compris, et ce n'est pas seulement une dérobade...

Il ne faut pas exagérer cependant : à la lumière des critiques, la doctrine de M. Hayek présente des failles. D'ailleurs en son sein, une certaine discordance apparaît entre la rigueur de l'analyse du système économique et de ses troubles, et les précautions que prend M. Hayek pour formuler une règle pratique. Il s'effaya sans doute de cette rigueur inhumaine...

Il n'en reste pas moins que cette théorie contient nombre de vues essentielles sur les variations cycliques, que leur analyse est entreprise sous un angle entièrement nouveau, enfin que l'insistance de M. Hayek sur l'importance des disparités des prix a largement contribué à les mettre en lumière.

QUATRIÈME PARTIE

LES THÉORIES DE SOUS-CONSOMMATION

Introduction.

L'assertion que l'épargne rend le pouvoir d'achat de la monnaie insuffisant pour acheter le volume de production courante est presque aussi vieille que l'Economie Politique. Après avoir inspiré les mercantilistes, Malthus, la théorie des débouchés, elle vient pénétrer, malgré les réfutations, un certain nombre de théories contemporaines.

On peut grouper sous le titre général *théories de sous-consommation* diverses doctrines qui, quoique fort diverses, ont pour caractère fondamental de ne pas s'attacher au maintien de l'équilibre entre l'épargne et l'investissement mais à l'équilibre entre la production de biens de capital instrumentaux et leur demande d'emploi.

Leurs disciples voient dans les crises cycliques le résultat d'une surproduction périodique de ces biens qui engendre une production de biens de consommation plus forte que le public ne peut absorber aux prix existants. On pourrait sans doute rattacher cette idée à la théorie de M. Keynes dans certains cas, lorsque le retard du taux d'investissement derrière le taux d'épargne pourrait résulter d'une réaction provoquée par un surinvestissement de cette espèce. Mais la divergence apparaît quant à l'origine de ce surinvestissement.

Ces théories de sous-consommation, il importe de distinguer entre elles suivant qu'elles ont ou non un fondement monétaire.

SECTION I — UNE THÉORIE MONÉTAIRE DE SOUS-CONSOMMATION :

MM. FOSTER ET CATCHINGS.

CHAPITRE PREMIER

Exposé sommaire de leur théorie.

L'épargne conserve encore sa « respectabilité ». Nulle mesure n'a encore été prise contre elle, bien au contraire. Sa suprématie, il est vrai, n'avait jamais été sérieusement discutée, jusqu'à ce qu'en Amérique, à grand renfort de publicité une des dernières venues des « théories de sous-consommation » déclanche contre l'épargne une violente attaque.

C'est aux Etats-Unis que se sont surtout répandus les enseignements de MM. Foster et Catchings. Ces deux auteurs y ont acquis une réputation si éminente qu'elle passa les frontières et fut reconnue même de leurs adversaires.

C'est dans *Money* qu'il nous faut chercher la base de leur théorie des crises.

§ 1. — *Caractère monétaire de leur doctrine.*

Ils insistent particulièrement sur la circulation monétaire, ses effets sur les marchés : elle part du marché des biens de consommation, traverse celui des biens de production et revient finalement au premier marché. Aussi se posent-ils tout naturellement cette question : quelles sont les conditions dans lesquelles ce processus crée une demande constante des biens qui sont offerts, et quels facteurs sont susceptibles d'influencer la circulation monétaire ? Puisqu'on ne peut maintenir la production au niveau existant que si les producteurs dépensent autant qu'ils reçoivent, la monnaie peut troubler l'équilibre entre l'offre et la demande. Donc la circulation monétaire entre les étages du processus écono-

mique doit constituer le problème central de toute recherche, non seulement des changements dans la valeur de la monnaie, mais aussi des influences qui affectent les fluctuations cycliques.

« La monnaie dépensée sous forme de consommation — écrivent-ils — est la force qui meut tous les rouages de l'industrie. Lorsque cette force demeure dans le rapport convenable avec le volume de biens offerts, les affaires s'effectuent sans heurt. Si l'on dépense la monnaie plus vite que les biens de consommation ne parviennent au marché de détail, un boom se développe, et inversement. »

Telle est la base de la théorie du cycle qu'ils développent en détail dans *Profits*, brochure destinée à diffuser leur théorie (1).

§ 2. — *La sous-consommation, cause de la crise.*

Ils présentent la structure économique actuelle de la société comme un « système de monnaie et de profit » et l'analysent en détail avant de passer à l'essentiel de la théorie. Le profit y apparaît comme le facteur qui détermine la direction et le développement quantitatif de la production, mais M. Hayek leur reproche avec raison de ne pas chercher à éclaircir la fonction réelle du capital comme facteur de production.

Leur thèse principale, c'est que « la seule chose qui soit nécessaire pour soutenir un mouvement d'affaires, c'est que les consommateurs disposent de suffisamment d'argent » (page 11). Il arrive à certains moments que le pouvoir d'achat que possèdent les consommateurs ne leur permet pas d'acheter la totalité de la production industrielle à des prix qui couvrent les coûts : il en résultera la diminution des ventes, le chômage et la crise.

On peut se demander quelle est l'origine de ce déficit dans le revenu des consommateurs. Ni *Money* ni *Profits* n'expliquent ce phénomène, faute de tenir compte des principaux facteurs dont dépend la vitesse de circulation et par conséquent l'« équation production-consommation », et qui sont l'épargne, les profits et les changements dans le volume de la circulation. De ces trois facteurs l'épargne est le plus important.

Pour élucider ce point, les deux auteurs recourent à une série d'exemples numériques et introduisent des hypothèses fictives qui ne sont pas sans influencer considérablement leurs conclusions. Ils supposent qu'il n'y a qu'une industrie dans le pays

(1) Un prix fut offert à la meilleure réfutation qui en serait proposée.

considéré, que tous les paiements qu'elle effectue (sous forme de salaires, de dividendes...) constituent l'unique source de revenus. Par ailleurs le niveau de prix, le volume de numéraire et sa vitesse de circulation sont supposés constants. Enfin il faut encore ajouter que les salaires sont reçus et dépensés dans la même période économique où les biens sont fabriqués, ces derniers n'étant vendus qu'à la période économique suivante ; il en est de même des profits distribués sous forme de dividendes (page 268).

Par des exemples numériques, ils prétendent démontrer que sous ces hypothèses il ne peut y avoir de difficultés dans la vente des biens fabriqués, que le volume de production reste constant ou s'accroisse, « tant que l'industrie retourne aux consommateurs tout l'argent qu'elle a retiré de la vente de sa production, et que les consommateurs de leur côté dépensent la totalité de leurs recettes » (page 275).

Mais cet heureux état de chose disparaît dès que la Compagnie retient d'une part des profits, — non lorsqu'il s'agit de développer les stocks ou de financer la vente d'une production accrue ou encore d'un essai malheureux d'améliorer l'équipement, toutes opérations sans grande conséquence, — mais dans le but de développer les *capital facilities* qui lui permettront d'accroître le volume de sa production. Aucune difficulté n'apparaît tant que le processus d'investissement se poursuit, car la hausse des salaires totaux compense la perte de revenu des travailleurs, et la relation entre la production et la dépense reste la même. La crise naît lorsque apparaît sur le marché la production supplémentaire. Alors le pouvoir d'achat des consommateurs cesse de s'élever, puisque les sommes qui étaient nécessaires pour accroître la production ont déjà été dépensées par les travailleurs durant la période précédente. Comme on a supposé que les prix ne tombaient pas, une part de la production devra rester invendue.

Les événements qui conduisent à la crise sont ainsi résumés dans « Le dilemme de l'épargne » : « Supposons que la société emploie les profits à fabriquer de nouvelles automobiles, de façon que cet argent parvienne finalement aux consommateurs, ses débours permettent de couvrir le prix de vente des automobiles déjà existantes, mais où les consommateurs trouveront-ils de quoi acheter les nouvelles voitures ? Elles sont destinées à rester invendues, à moins qu'ils ne se procurent de l'argent à d'autres sources » (p. 281).

La différence essentielle entre l'argent consacré à la consommation et celui qui est investi réside, pour eux, dans le fait que « tantôt il sert *d'abord* à acheter des biens de consommation, tantôt, il est *d'abord* consacré à produire davantage de biens de consommation » (page 284).

Ainsi « cet argent est employé deux fois de suite à créer l'offre, tandis que si, au lieu de l'*investir* dans la production de nouveaux biens, on l'avait distribué sous forme de dividendes et s'il avait été ainsi *dépensé*, il aurait servi tour à tour à apporter des biens au marché et à en retirer » (page 279).

Cet exposé de la question est inattaquable si l'on adopte leurs hypothèses initiales. En somme, tant que les débours opérés durant la production servent à l'acquisition de biens de consommation, les dépenses de production sont nécessairement égales aux produits retirés des ventes. Mais si l'on consacre à l'achat de moyens de production supplémentaires de l'argent qui aurait pu être dépensé en consommation sans que le stock de capital existant soit pour cela diminué, la dépense totale dans la production s'élève sans que s'accroisse dans la même proportion l'argent qui servira à l'achat de la production, une fois celle-ci achevée. C'est dans ce court-circuit de la circulation monétaire qu'ils trouvent la cause de la déficience du pouvoir d'achat du consommateur. Le résultat de l'épargne est le même, qu'il s'agisse d'une société ou d'un individu : le dilemme est toujours posé. Une société ne peut donc épargner intelligemment sans d'abord résoudre le problème du revenu du consommateur : certains pourront bien épargner aux dépens d'autres personnes, mais la société dans son ensemble ne peut épargner aux dépens de l'ensemble des consommateurs.

La thèse ainsi posée, il leur reste à tenter de se rapprocher de la réalité en écartant quelques-unes de leurs hypothèses initiales.

La question de la stabilité des prix est rapidement écartée. La production plus forte ne pourra s'écouler que par une chute de prix, mais cette chute a pour conséquence l'impossibilité de maintenir la production au niveau qu'elle avait atteint, car ce n'est jamais que sur le papier que la baisse des coûts peut être parallèle à la chute des prix (page 294).

Lorsqu'ils abandonnent l'hypothèse de la constance du volume de la circulation monétaire et de sa vitesse, ils constatent que pour pouvoir résoudre le problème, les changements de cette nature doivent influencer l'« équation production-consommation » : « le courant de la monnaie nouvellement émise chez les consommateurs

doit égaler en valeur, d'après l'index de détail, le courant de nouveaux biens qui débouche sur le marché.

Par conséquent, la question qui se pose, c'est celle de l'introduction de la nouvelle monnaie dans le circuit » (p. 307).

Dans le système actuel de monnaie et de crédit, c'est malheureusement du côté des producteurs qu'apparaît l'argent frais. Il ne fait ainsi qu'accroître la discordance entre les débours de la production et les dépenses monétaires des consommateurs. Bien plus, ces injections monétaires n'ont lieu que lorsqu'elles sont le moins nécessaires, et dès que l'on note le fléchissement des demandes des consommateurs, les restrictions de crédit aggravent le trouble.

Il serait pourtant facile de développer les crédits à la consommation, et ce serait le seul moyen de remédier à toute déficience du pouvoir d'achat des consommateurs : « si l'on mettait à la disposition des consommateurs juste ce qu'il leur faudrait d'argent pour faire face aux épargnes individuelles et leur permettre d'acheter une production accrue, et si les hommes d'affaires avaient confiance dans la continuation de l'octroi de ces crédits, il n'y aurait ni chute des prix ni restriction de production, mais bien au contraire un stimulant à son développement » (page 330).

Dans l'ordre présent, tout essai d'accroître la production doit donc être freiné par la divergence qui intervient aussitôt entre la demande et l'offre. Le plus urgent problème est d'écarter les causes de cette sous-consommation. Convaincre les économistes leur parut la tâche la plus pressante, et ils mirent au concours la meilleure réfutation de leur thèse. Si les réponses affluèrent, démontrant l'intérêt que l'on portait à leurs livres dans les milieux économiques, ils se trouvèrent néanmoins peu satisfaits, jugeant — non sans quelque raison — qu'elles négligeaient l'essentiel.

Aussi entreprirent-ils de poser la question devant le grand public ; ce fut le but de *Road to plenty, progress and plenty*, visant à des réformes pratiques.

Leur premier souci, c'est d'abord le développement des statistiques pour suivre de plus près les ventes de biens de consommation, notamment par des index de détail et des statistiques s'attachant à tous les facteurs susceptibles d'influencer ces prix.

Ces bases permettront alors au gouvernement de diriger les travaux publics, les opérations financières, afin de niveler les fluctuations qui pourraient surgir dans la demande de biens de consommation. De même que le *Federal reserve board* dirige le fi-

nancement de la production, le *Federal budget board* dirigerait le financement de la consommation de façon à prévenir les troubles.

La marche du progrès, pour être continue et sans à-coups, implique l'existence d'un courant monétaire constant destiné à soutenir la consommation. Si les index font apparaître la nécessité de renforcer la demande des consommateurs, le *Federal budget board* ne devrait pas hésiter à engager des dépenses publiques dans ce but, et même à y joindre une expansion de crédit. Le trait essentiel de leur politique, c'est que, d'après eux, le gouvernement a le devoir d'emprunter et de dépenser, lorsque les index démontrent que la monnaie nécessaire ne pourra venir d'autres sources. (*Progress*, p. 22.)

Ils se défendent d'ailleurs d'être partisans de l'inflation, sans réussir à en convaincre leurs sympathisants eux-mêmes.

CHAPITRE II

Critique de la théorie par M. Hayek

Quoique le concours par lequel MM. Foster et Catchings promettaient un prix à la meilleure réfutation de leur théorie eut obtenu grand succès, nulle réponse ne parvint à convaincre les deux auteurs que leur théorie était erronée.

C'est que toutes laissaient intact l'essentiel de leur thèse (à l'exception, toutefois, de M. Novogilov et de M. Adams), en s'efforçant seulement de prouver que la circulation monétaire, telle qu'elle est actuellement organisée, permettait à la monnaie de s'accroître lorsque la production se développait, évitant ainsi la chute des prix. Quelques réponses s'attachaient également à démontrer que l'extension de la production diminuait les coûts unitaires. Aucune ne mettait en doute cette nécessité qu'invoquaient MM. Foster et Catchings, d'après laquelle il fallait accroître l'offre de monnaie pour permettre l'écoulement de la production après son expansion.

Dans ces conditions, leur thèse reste intacte en ses éléments essentiels. C'est sur ce point que M. Hayek dans *Paradox of saving* (1) va porter son effort.

§ 1. — *L'investissement des épargnes et ses effets.*

Ces deux économistes laissent planer tout d'abord une certaine obscurité sur la suite de leur raisonnement en posant que l'investissement des épargnes effectué dans le but de développer la production a pour conséquence inéluctable d'accroître le coût total de production du montant des épargnes investies. Mais c'est ignorer que les coûts des biens produits en une période donnée ne s'élèveront qu'en proportion de la dépréciation des nouveaux biens de capital durables si l'investissement a pris cette forme. Ou tout au moins, s'ils ne l'ignorent pas, ils négligent de l'exposer clairement.

Mais M. Hayek s'attaque surtout à leur hypothèse suivant

(1) *Economica*, 1931.

laquelle, *sur n'importe quelle durée*, les coûts de production peuvent s'accroître du montant total des nouveaux investissements. Cette thèse, fondée sur une idée fausse de la fonction que remplit le capital comme « agent » de transport, suppose que le volume accru de la production qui résulte des nouveaux investissements entrepris a été obtenu par les mêmes méthodes qui servaient auparavant à la fabrication. Pour l'ensemble de l'industrie, c'est une erreur car lorsque l'offre de capital s'accroît, il en résulte généralement une révision des méthodes de production dans un sens plus capitaliste : pour accroître la production sans recourir à de nouvelles méthodes, il faudrait que l'offre de tous les facteurs de production se soit accrue dans les mêmes proportions que l'offre de capital.

On ne peut admettre davantage leur hypothèse d'après laquelle les facteurs de production complémentaires nécessaires à l'expansion étaient auparavant sans emploi et n'entrent en action qu'à l'apparition des nouvelles épargnes.

En réalité les premières réactions de l'investissement des nouvelles épargnes sur la production peuvent être résumées ainsi : ces épargnes serviront tout d'abord à transférer une partie des moyens originaires de production de la production de biens de consommation où ils étaient précédemment employés à celle de nouveaux biens de production. Il en résultera donc une chute temporaire de l'offre de biens de consommation, sans que leur vente en ressente les effets, car leur demande et le montant des moyens originaires consacrés à leur production diminueront dans la même proportion.

Pour nos deux auteurs la difficulté commence seulement lorsque le volume de biens de consommation, accru par l'investissement de nouvelles ressources, parvient au marché. Cet accroissement de production n'a pu être obtenu que par l'augmentation du capital employé en production ; mais ce capital ne se maintient pas automatiquement, et une plus grande proportion des moyens de production existants sera désormais consacrée de façon permanente à la production de biens de capital — changement qui implique, dans les conditions de notre système économique, une variation semblable des montants relatifs de monnaie dépensés aux divers étages de la production.

Cette question de la relation entre les sommes dépensées à chaque période en biens de consommation et en biens de production amène M. Hayek à ce qui représente à ses yeux le vice fon-

damental de cette théorie : l'hypothèse d'un seul étage de production.

§ 2. — *L'hypothèse suivant laquelle la production ne comporte qu'un étage devant les faits.*

Tout l'exposé de MM. Foster et Catchings repose sur cette hypothèse qu'il n'existe qu'un seul étage de production où, en équilibre, il doit y avoir égalité entre l'argent reçu à chaque période de la vente des biens de consommation et les débours en biens de production de toute espèce. M. Hayek en conclut qu'ils sont dans l'incapacité de concevoir une extension de production qui impliquerait une transition à des méthodes de production à caractère plus ou moins capitaliste.

Mais il importe de ne pas se laisser détourner par cette hypothèse et de considérer au contraire ce qui se passe dans une économie comportant différents étages, différentes branches de production, divisés en industries indépendantes — tout en continuant de supposer avec eux que l'offre de monnaie reste inchangée (1).

Qu'arrive-t-il lorsqu'un individu, ou bien la société tout entière, commence à épargner et à réinvestir dans la production le montant de son épargne ? Au début la demande de moyens de production s'élèvera tandis que déclinera la demande de biens de consommation, mais cela signifie-t-il que la dépense en biens de production est devenue plus grande que ne le justifie l'argent consacré à l'achat des biens de consommation ?

Il suffit de considérer l'économie moderne pour constater que ce n'est nullement le cas. A tout moment, matières premières, produits demi-finis et tous autres moyens de production se présentent sur le marché et leur valeur est plusieurs fois supérieure à celle des biens de consommation qui sont offerts simultanément, et il en est de même pour les sommes consacrées à leur achat. Si les coûts totaux de production ne sont pas néanmoins supérieurs à la valeur des biens de consommation produits, c'est que chaque bien, dans sa course de la matière première au pro-

(1) Ce point est essentiel car la plupart des critiques qui ont cherché la solution du « dilemme » dans un ajustement proportionnel de l'offre de monnaie au volume accru de la production. M. Hayek estime au contraire que l'erreur de M. Foster et M. Catchings réside dans l'origine du dilemme, l'offre de monnaie restant inchangée.

duit fini, s'échange contre argent en moyenne autant de fois que la somme consacrée à chaque période aux moyens de production est supérieure aux dépenses de consommation. Bohm-Bawerk par son analyse de la production a démontré que c'est un allongement de ce procès moyen qui permet de produire davantage de biens de consommation avec la même quantité de moyens originaires, lorsque de nouvelles épargnes viennent s'investir.

Mais comment l'accroissement du courant monétaire utilisable à des buts productifs qui en résulte, distribue-t-il la demande supplémentaire de moyens de production à travers le système économique, et sous quelles conditions les troubles seront-ils les moindres ? Si la distinction entre les moyens de production durables ou non est de peu d'utilité pour répondre à cette question, la distinction entre les moyens originaires (travail, terre) et les moyens de production eux-mêmes produits (qu'on peut désigner par les termes « produits intermédiaires » ou « biens de capital ») est fondamentale à cet égard.

Supposons que la voie qui conduit des moyens originaires de production au produit fini soit de même longueur pour toutes les parties qui composent le courant monétaire total, de sorte que cette longueur uniforme corresponde seulement à la longueur *moyenne* des divers procès qui conduisent à la production d'un bien de consommation (1).

Admettons par exemple que la valeur de tous les moyens de production qui viennent au marché à chaque période est de huit fois supérieure à la valeur des biens de consommation produits, et que ces derniers sont vendus pour la valeur 1.000. Négligeons les différences de valeur qui résultent de l'intérêt, c'est-à-dire supposons que l'intérêt sur le capital employé, de même que la rémunération des moyens originaires, ne sont payés qu'à l'étage le plus élevé.

On peut représenter l'ensemble du processus de production et de la circulation monétaire sous la forme suivante :

(1) Dans le monde réel c'est ce fait même que la période qui s'écoule entre la dépense en moyens originaires et l'achèvement du bien de consommation est différente pour chaque moyen originaire utilisé qui rend nécessaire le passage du bien en plusieurs mains avant qu'il n'arrive à la consommation.

SCHÉMA A.

Demande de biens de consommation (produits de l'étage 1).....	1.000
Demande pour les produits des étages :	2..... 1.000
	3..... 1.000
	4..... 1.000
	5..... 1.000
	6..... 1.000
	7..... 1.000
	8..... 1.000
	9..... 1.000
Demande totale pour les moyens de production produits : $8 \times 1.000 =$	8.000
Relation entre la demande de biens de consommation et celle de moyens de production produits : $1/8^e$.	

Ce schéma représente à la fois les produits des divers étages qui arrivent au marché *simultanément* avec les biens de consommation et les produits intermédiaires *successifs* dont naît finalement le produit fini puisque, dans une économie stationnaire, ce sont les mêmes. Le prix payé au 9^e étage de production pour les moyens originaux correspond nécessairement à la valeur des biens de consommation.

Supposons à présent que les possesseurs des moyens originaux de production procèdent à des investissements d'une valeur de 100 sur le revenu total 1.000. On peut donc utiliser 8.100 à l'achat des biens de production et la relation entre les demandes de biens de consommation et de production passe de $1/8^e$ à $1/9^e$.

Mais pour que cette opération s'effectue avec quelque chance de profit, il faut que le nombre moyen des étages de production s'accroisse de 8 à 9 :

SCHÉMA B.

Demande de biens de consommation (produits de l'étage 1)....	900
Demande pour les produits des étages :	2..... 900
	3..... 900
	4..... 900
	5..... 900
	6..... 900
	7..... 900
	8..... 900
	9..... 900
	10..... 900
Demande totale pour les moyens de production produits : $9 \times 900 =$	8.100
Relation entre la demande de biens de consommation et celle de moyens de production produits : $1/9^e$.	

Dans ce cas, de la même façon, la dépense totale au dernier étage de production pour les moyens originaux, — par conséquent utilisable comme revenu pour l'achat du produit —, coïncide avec la valeur du produit, les ajustements indispensables une fois effectués. Les moyens de production additionnels sont entrés en jeu sans que soit troublé l'équilibre entre le coût de production et les prix des biens de consommation, le courant monétaire s'étant allongé et rétréci dans la même proportion. Si l'offre de monnaie n'a pas varié, il en est résulté nécessairement une chute de prix des facteurs de production puisque le même montant de ces facteurs doit s'échanger contre 900, et une baisse encore plus forte des biens de consommation puisque leur volume s'est accru à la suite de l'emploi de méthodes plus indirectes de production tandis que leur valeur monétaire totale diminuait de 1.000 à 900.

Cet exemple démontre tout au moins la *possibilité* d'une production organisée de telle sorte que le prix de vente soit encore rémunérateur, lorsque le courant de monnaie qui se consacre à la production s'accroît par rapport au courant qui s'emploie à la consommation.

§ 3. — *Les effets de l'investissement, en cas d'intégration verticale.*

L'exemple fondamental de l'étude de MM. Foster et Catchings c'est celui où tous les étages d'une branche de production sont intégrés en une seule entreprise.

Dès lors il n'est plus nécessaire de consacrer une partie du courant de monnaie à l'achat des produits intermédiaires. Seuls s'échangent contre monnaie les moyens originaux à une extrémité du procès, les biens de consommation à l'autre.

Il faut reconnaître que ce cas est essentiel, pour deux raisons :

— D'une part parce que dans l'ordre économique actuel les étages de production ne sont pas toujours divisés en des entreprises séparées. Lorsque leur nombre s'accroît, il ne s'ensuit pas forcément une augmentation parallèle du nombre d'entreprises indépendantes.

— D'autre part et surtout parce que l'allongement du procès ne se manifestera pas toujours par une augmentation du nombre d'étages différents (comme le supposait M. Hayek pour simplifier) mais simplement par l'allongement d'un procès continu.

Mais ils vont plus loin et supposent en outre toutes les branches

de production unies en une seule entreprise. Sur ce point il n'est plus possible de les suivre, sauf à refuser tout intérêt à leurs conclusions. Cette entreprise n'aurait plus de stimulant à l'épargne, ou à l'investissement des épargnes individuelles. Sa seule volonté déterminera la proportion des moyens originaires qui sera consacrée à la consommation courante, celle qui s'emploiera en moyens de production. Il n'est pas nécessaire de disposer de capitaux additionnels pour attirer les moyens de production supplémentaires qu'exige le développement de l'outillage, lorsque les branches se concurrencent : en ce cas seulement l'épargne est stimulée.

Si l'on se borne au cas d'une complète intégration verticale dans chaque branche, il est clair que, pour transformer en capital additionnel des épargnes monétaires, l'investissement doit conduire à une diminution du courant monétaire qui est utilisé à l'achat (au moins durant la transition) donc à un ralentissement de la *circuit velocity* de la monnaie — si redouté de MM. Foster et Catchings. Les épargnes ne seront utilisées au mieux que lorsque l'offre de monnaie, demeurant invariable, le prix unitaire d'un volume supérieur de biens diminue.

Si une entreprise développe sa production en partant d'un prélèvement sur les profits, elle pourra maintenir constante sa demande de moyens originaires malgré la chute temporaire de ses recettes (1) : ce qui représente la condition nécessaire de la durée plus grande du nouveau procès. Le seul but des épargnes, c'est de permettre de subir cette diminution de recettes en même temps que l'on entreprend un procès plus long et plus productif. Par conséquent la société devra en consacrer une partie à ce but, au lieu d'employer la totalité à l'achat de moyens originaires.

Comme l'ont bien remarqué MM. Foster et Catchings (2), tant que se poursuit le nouvel investissement, on dépense davantage en moyens de production qu'on ne reçoit de la vente des biens de consommation. Mais ils comprennent mal quelles sont la fonction et la nécessité de cet accroissement relatif dans la de-

(1) La transformation de sa production l'oblige temporairement à n'apporter au marché qu'un volume moindre des biens de consommation.

(2) « La monnaie est une première fois employée dans la production puis une fois encore, avant de l'être à la consommation. » Dans l'exemple choisi, l'argent qui représentait les rémunérations des services du capital et des industriels, au lieu d'être consacré à la consommation, retournera dans la production en servant à acheter de nouveaux moyens de production.

mande de biens de production. L'accroissement simultané de la demande de moyens originaires à l'étage le plus élevé n'implique pas qu'à un étage inférieur il y ait eu augmentation proportionnelle de la demande de biens de consommation pour que puisse s'écouler le plus grand volume de ces biens. C'est de l'allongement du procès que naît l'augmentation de la demande de moyens. Tant qu'il se poursuit, on produit à chaque étage davantage qu'il n'est consommé au suivant parce que la production tend à ce double but : satisfaire la demande courante de l'ancien procès et la demande future du nouveau. Pour cette raison la demande de moyens de production est plus élevée que la demande de biens de consommation, par contraste avec l'économie stationnaire où le produit des moyens employés à chaque période est égal au total des biens consommés en cette période.

L'épargne ne justifie qu'une certaine extension de l'équipement productif. Le procès plus long étant plus productif, le prix unitaire de son produit doit diminuer. Sinon, l'attente de recettes supérieures au coût de la production entraînera des extensions excessives qui se révéleront non rentables dès que les prix relatifs ne seront plus troublés par des injections de monnaie.

§ 4. — *Seule importe la grandeur relative de la demande de moyens de production.*

Tant que la diminution relative de la demande de biens de consommation est permanente, il n'y a donc aucun risque que l'on consacre des sommes trop importantes à la production par rapport à la consommation. Par contre, les variations des demandes relatives des deux catégories de biens nées des changements du volume de la monnaie auront comme effet nécessaire d'élever les prix des moyens originaires de production à une hauteur telle que l'achèvement des procès plus indirects cessera d'être rentable. Seul le niveau relatif des prix du produit, par rapport aux prix des facteurs, détermine le caractère rémunérateur de la production. Par conséquent c'est la grandeur relative de la demande de moyens dans les méthodes diverses de production qui détermine le caractère rémunérateur relatif de la production, et non la grandeur absolue de la demande de biens de consommation. Il s'ensuit qu'en principe, toute part du courant monétaire total doit permettre d'acheter les biens de consommation produits avec les autres parts, tant que la demande de biens

de consommation ne s'élève pas subitement par rapport à la demande de moyens de production (pour quelque raison que ce soit) : dans ce cas, le montant de produits intermédiaires disproportionné par rapport à la nouvelle distribution de la demande ne peut plus être vendu à des prix qui couvrent les coûts.

Le problème, encore une fois, n'a rien à voir avec le montant absolu de la dépense en consommation, mais a trait au rapport entre la demande relative de biens de consommation et le courant monétaire utilisé à des buts productifs, entre le flot de biens de consommation et la production simultanée de moyens. S'il apparaît une offre disproportionnée de moyens de production, ce n'est pas que la demande de biens de consommation est trop faible, mais qu'elle est trop forte, trop pressante pour que l'exécution des longs procès indirects soit rémunératrice. On ne peut pas admettre davantage en économie monétaire qu'en économie de troc la possibilité d'une surproduction générale par rapport aux revenus normaux des consommateurs.

La crise n'apparaît que lorsque l'offre de moyens de production ou la demande de biens de consommation a été artificiellement et temporairement étendue par la politique de crédit.

§ 5. — *Quels seraient les effets des mesures que préconisent MM. Foster et Catchings ?*

Leurs propositions impliquent l'accroissement du volume de monnaie, par crédits à la consommation ou dépenses de l'Etat, dans le but d'assurer la vente sans chute de prix du volume de production accru en raison de l'épargne. Il est intéressant d'opposer les effets de ces mesures à ceux d'un développement des crédits à la production.

Considérons l'hypothèse étudiée au § 3, où différents étages représentent différentes entreprises, et partons du schéma B.

D'après leurs propositions, au moment où la production plus grande arrive sur le marché, on augmente le volume de monnaie d'autant plus que les sommes dépensées en production se sont accrues, c'est-à-dire de 100, et cette somme additionnelle est dépensée exclusivement en biens de consommation : leur demande passe de 900 à 1.000 sans que varient les sommes qui se consacrent à l'achat de moyens de production. La relation entre les deux passe donc de $900/8.100$ à $1.000/8.100$, c'est-à-dire que la grandeur relative de la demande de moyens de production par

rapport à celle de biens de consommation tombe de 9 fois à 8,1 fois. Le nombre des étages est à présent de 8,1 (c'est-à-dire que le dernier n'est égal qu'au $1/10^e$ des autres) :

SCHÉMA C.

(Crédits à la consommation : 100).

Demande pour biens de consommation (produits de l'étage 1) ..	1.000
2.....	1.000
3.....	1.000
4.....	1.000
5.....	1.000
Demande pour les produits des étages : { 6.....	1.000
7.....	1.000
8.....	1.000
9.....	1.000
10.....	100
Demande totale pour les moyens de production produits : 8,1 × 1.000 = ...	8.100
Relation entre la demande de biens de consommation et celle de moyens de production de produits : $1/8^e$.	

Mais le raccourcissement du procès ne constituera pas le résultat final de l'octroi de crédits à la consommation si cette opération cesse de se renouveler. Dans la mesure où les producteurs persistent dans leurs efforts pour garder intact leur capital, malgré la diminution du pouvoir d'achat de leurs recettes en biens de consommation, la demande de biens de consommation décroît par rapport à la demande de moyens de production dès qu'elle cesse d'être artificiellement soutenue. Il en résulte que le raccourcissement du procès et la dévaluation de l'outillage fixe qui en résulte ne seront que temporaires. Augmenter par une inflation de crédit la demande de biens de consommation, c'est créer au moins temporairement des phénomènes de crise analogues à ceux qui proviennent d'une inflation de crédits à la production lorsque ceux-ci cessent de s'accroître. Il est facile de démontrer ce dernier point par le schéma précédent. Partons du schéma B en supposant que l'extension du procès résulte de l'octroi de crédits à la production d'une valeur de 900. La relation entre la demande de biens de consommation et la demande de biens de production passe de $900/8.100$ à $900/9.0000$ c'est-à-dire de $1/9^e$ à $1/10^e$. L'accroissement proportionnel de la demande de moyens de production permet une extension du procès.

SCHÉMA D.
(Crédits à la production : 900).

Demande de biens de consommation (étage 1).....	900
	2..... 900
	3..... 900
	4..... 900
	5..... 900
Demande pour les produits des étages : {	6..... 900
	7..... 900
	8..... 900
	9..... 900
	10..... 900
	11..... 900
Demande totale pour les moyens de production produits : $10 \times 900 =$	9.000
Relation entre la demande de biens de consommation et celle de moyens de production produits : $1/10^e$.	

Cet allongement du procès ne peut pourtant se développer que tant que la demande de moyens de production se maintient au même niveau relatif, tandis que se poursuit l'octroi de crédits à la production ; c'est-à-dire seulement tant que les biens de production durables suffisent à assurer la production à ce degré.

Dès que cette hypothèse cesse d'être vérifiée, tous les consommateurs dont le revenu réel est diminué par la demande accrue de moyens de production s'efforceront de garder leur standard de vie antérieur : la demande de biens de consommation s'élèvera à nouveau, et la proportion d' $1/10^e$ entre cette demande et la demande totale des biens des étages ne sera plus exacte. Puisque les moyens de production n'attireront plus qu'une part moindre du courant monétaire total, la structure se modifiera à nouveau.

SCHÉMA E.

Demande de biens de consommation (étage 1).....	1.000
	2..... 1.000
	3..... 1.000
	4..... 1.000
	5..... 1.000
Demande pour les produits des étages : {	6..... 1.000
	7..... 1.000
	8..... 1.000
	9..... 1.000
	10..... 1.000
Demande totale pour les moyens de production produits : $9 \times 1.000 =$	9.000
Relation entre la demande de biens de consommation et celle de moyens de production produits : $1/9^e$.	

Ainsi, sans changement ultérieur du volume de monnaie et seulement parce qu'a cessé l'expansion des crédits à la production, l'ensemble du procès tend à se contracter jusqu'à son ancienne structure. Cette contraction implique la perte des moyens de production qui étaient adaptés au procès plus long ; elle résulte directement de la hausse de prix des moyens de production provoquée par l'accroissement survenu dans la demande de biens de consommation, hausse qui enlève tout caractère rémunérateur au procès plus long. Cela est un phénomène typique de toute crise, et un phénomène de même nature que les effets qu'entraîne une augmentation relative de la demande de biens de consommation par suite de crédits à la consommation.

Chaque fois qu'un accroissement du volume de la monnaie apparaît, qu'il se dirige tout d'abord vers la production ou vers la consommation, la grandeur relative de la demande de ces moyens de production devra éventuellement se contracter, et il s'ensuivra une réaction plus ou moins violente. Dans les conditions où est organisée actuellement la circulation monétaire, ce jeu frénétique qui consiste tantôt à développer tantôt à contracter l'appareil productif en injectant de la monnaie nouvelle dans la production ou la consommation, se poursuit sans cesse. Tant que le volume de monnaie en circulation variera il sera vain de prétendre supprimer les fluctuations cycliques.

Mais surtout il est impossible de prétendre atteindre cette stabilité tant souhaitée par le « financement de la consommation » que recommandent MM. Foster et Catchings, puisqu'à la contraction de structure qui découle automatiquement du développement des crédits à la production, s'ajouterait une contraction nouvelle. Prévenir les crises par un tel remède, en compensant exactement l'expansion de la demande de moyens de production née de l'investissement des épargnes, exigerait une prudence, une habileté surhumaines. De plus, une telle politique couperait court à toute tentative d'accroître l'équipement en capital et annulerait complètement l'épargne. De ce fait, des troubles graves en résulteraient à la longue, avec une désorganisation générale du système économique.

Les mêmes arguments peuvent être invoqués contre l'illusion qu'une crise générale peut être prévenue par une extension de crédit. De même le financement de Travaux Publics par le crédit aurait le résultat de crédits à la consommation. Si l'on a engagé

une extension excessive de l'équipement productif, le chômage, et la réduction de la demande de consommation qui en découleront, permettront seuls de libérer les moyens de production nécessaires pour achever au moins une partie de l'extension projetée.

SECTION II — THÉORIES NON MONÉTAIRES DE SOUS-CONSOMMATION

On peut grouper sous ce titre général un certain nombre de théories se rattachant à l'idée de « sous-consommation ». Mais elles s'opposent à celles de MM. Foster et Catchings en ce sens que les mouvements des prix ne résultent pas du système de circulation monétaire et des effets de son fonctionnement mais seulement des phénomènes de production et de marché. De ce fait, à la différence des théoriciens monétaires optimistes pour qui les manipulations des Banques Centrales sont la principale cause des crises, les économistes non monétaires inclinent à une vue quelque peu fataliste des variations cycliques.

Tandis que M. Tugan-Baranovsky, M. Lescure, M. Pareto étudient les effets de l'épargne, d'autres économistes, notamment M. Hobson et M. Bouniatian, insistent sur l'influence de la distribution du revenu dans la formation et l'emploi de l'épargne (théories distributionnelles).

CHAPITRE PREMIER

Les théories de l'épargne.

Il serait vain de rechercher un exposé systématique de ces théories. Chaque économiste possède ses conceptions personnelles. On peut dire, en gros, que l'on peut y inclure tous ceux qui placent dans les mouvements de l'épargne la cause du rythme de la production industrielle : lentement accumulée durant la dépression, elle vient susciter la prospérité en affluant vers l'industrie ; le pouvoir d'achat supplémentaire dont disposent alors les industriels leur permet d'accroître la demande de biens de production. La crise se déclanche lorsque après la consommation de ces épargnes, les industries équipées pour faire face à une demande plus large que celle qui provient seulement des épargnes courantes, souffrent de surproduction. C'est alors que la crise s'étend à toute la production et devient générale.

Suivant le terme de M. Aftalion (1), ces théories invoquent la « consommation capitaliste différée par thésaurisation partielle ». Elles fondent le cycle sur les placements des capitalistes et non sur les besoins des consommateurs : les industries de biens de consommation ne sont atteintes que par répercussion.

§ 1. — M. Vilfredo Pareto (2).

Les crises se produiraient même si le crédit n'existait pas. Des épargnes importantes disponibles, une commune tendance des hommes à un moment donné, telles sont les conditions principales qui permettent la crise. Le crédit la rend seulement plus intense en facilitant la disponibilité et la circulation de l'épargne. Ses abus, du reste, sont souvent la conséquence de la crise et les producteurs font appel au crédit pour développer leur production parce que la consommation a augmenté.

Il y a un rapport étroit, d'après cet économiste, entre la quan-

(1) *Crises périodiques de surproduction*, p. 307.

(2) Cf. son *Cours d'Economie politique*.

tité d'épargne disponible sur les marchés financiers et les crises : qu'elle diminue, la crise se prépare ; qu'elle augmente, la crise se liquide. L'épargne étant fort mobile et les marchés financiers en communication constante, il importe de les étudier dans leur ensemble. L'encaisse des banques d'émission peut donner une idée des variations de l'épargne disponible.

§ 2. — *M. Lescure* (1).

Cet économiste développe des idées analogues en s'attachant davantage à retracer les effets *techniques* de l'épargne.

La catégorie de production que vivifie d'abord l'afflux de l'épargne est celle des moyens de production. Multiple en ses origines, l'essor a toujours comme fondement dernier la satisfaction de besoins nouveaux ou seulement plus intenses, qui exigent de nouveaux moyens de production. Ce premier besoin, par la solidarité des entreprises, se répercute en ondes lointaines de consommation qui tantôt sont parallèles tantôt se recourent.

Le niveau général des prix ne donne aucune indication sur l'évolution de ce phénomène, mais seuls les prix relatifs sont susceptibles de fournir des renseignements utiles. C'est ainsi que l'industrie minière et métallurgique constitue le baromètre infailliable de la situation générale de l'industrie. Toute période d'essor se traduit par le développement de sa production. Cette branche exige davantage de main-d'œuvre, accorde des salaires plus élevés, réclame la construction de nouveaux bâtiments. L'expansion se répercute sur la consommation, sur la production agricole (sauf, pour cette dernière, la restriction de l'influence des saisons). Les prix augmentent, et comme la demande la plus pressante porte sur le fer et l'acier (qui constituent le capital), leurs prix servent d'exemple et subissent la plus forte hausse. De ce fait on peut s'attacher au prix, à la production de la fonte, comme à de sûrs indices de prospérité dans une économie capitaliste. Les autres prix suivent la même tendance, notamment dans les industries textiles et l'alimentation (sauf influence perturbatrice des saisons, de la mode) (2).

(1) *Crises générales et périodiques de surproduction.*

(2) M. Carver dans « a suggestion for a theory of industrial depressions » (*Quarterly journal*, mai 1903) notait déjà que l'on peut chercher une explication des crises dans les lois de la valeur qui gouvernent l'investissement en cette classe, plutôt que dans l'étude des conditions monétaires ou du crédit organisé. La valeur de tout agent productif est déterminée non par la valeur totale de son

Ainsi l'afflux de l'épargne vers l'industrie détermine une série de phénomènes. La structure de production subit des modifications profondes qui peuvent se caractériser par un déséquilibre entre les industries de biens de production et les industries de biens de consommation (1).

Durant la crise et la dépression qui s'ensuit, l'épargne reflue au contraire vers les placements sûrs, à rendement fixe, et se détourne de son emploi dans les industries de biens de production. La crise atteint d'abord des industries, les entreprises de construction, puis se répercute sur les industries de biens de consommation.

Ainsi on peut opposer les industries de biens de production dont la fabrication passe par des alternatives violentes (matériel roulant, constructions mécaniques, navires, industries électriques, bâtiment) et les autres industries (notamment le textile) qui n'obéissent qu'imparfaitement à ces alternatives (2).

Les premières constituent essentiellement le domaine des crises. Ce sont elles qui, au cours des ^{xix}^e et ^{xx}^e siècles, ont absorbé le plus de capitaux.

produit mais par son excès sur les dépenses courantes : si celles-ci sont élevées et le produit important, une hausse très légère peut multiplier cet excès donc la valeur du bien, si on croit cette hausse permanente. La valeur des biens de production tend à bouger bien plus vite que celle des biens de consommation.

De plus il ne faut pas négliger que les biens de production sont eux-mêmes produits par d'autres agents productifs qui subiront des fluctuations encore plus grandes : plus ils sont éloignés du produit consommable, plus violentes en seront les variations...

Ces observations sur la loi de la valeur peuvent éclairer la stabilité relative des biens de consommation, par rapport aux biens de production en général : ainsi l'acier, écarté des biens de consommation par plusieurs étages de production, à l'opposé du sucre.

(1) M. R. Dautry dans « *Métier d'homme* » écrit de même : « Les pays — et dans les pays les différentes régions — les plus atteints sont ceux qui ont employé la plus grande part de leur activité à produire des moyens de production... Ce qui a fait une catastrophe de la crise industrielle, qui aurait pu ou n'aurait dû être qu'une de ces manifestations cycliques que notre organisme économique connaît depuis un siècle et dont il s'était toujours relevé promptement, c'est le développement excessif des industries productrices de moyens de production. » M. Dautry en voit l'origine notamment dans les progrès très rapides et de la science et de la technique, et leur application immédiate à l'industrie.

(2) D'après les statistiques de la S. D. N. la baisse des indices de l'activité des industries de biens durables en Allemagne, Angleterre, France, Etats-Unis, atteint 34,4 % en 1933 par rapport à 1929, alors que celle des indices de l'activité des industries de biens de consommation ne dépasse pas 10,8 %. Aux Etats-Unis

§ 3. — *M. Tugan-Baranovsky.*

La théorie de l'épargne prend, avec M. Tugan-Baranovsky (1), un aspect socialiste. Il voit l'origine des soulèvements périodiques de notre système économique dans l'inégalité capitaliste. Ce n'est pas la consommation qui commande à la production, mais l'accumulation des épargnes : le caractère anarchique de cette accumulation est la cause de toutes les catastrophes que subit l'économie.

A ce titre, il peut se situer à mi-chemin entre M. Lescure, M. Pareto, et la théorie distributionnelle de M. Hobson et M. Bouniatian.

§ 4. — *Critique des théories d'épargne.*

M. Aftalion (2) se refuse à admettre (3) la conclusion de M. Lescure : que les industries de capitaux fixes aient la direction des cycles, et participent bien davantage aux fluctuations que les industries de biens de consommation.

Bien au contraire, certaines de celles-ci concourent assez régulièrement aux cycles, d'autres seulement par intermittences et subissent parfois des oscillations particulières. Toutefois, sans admettre une distinction aussi catégorique que celle de M. Lescure, on peut reconnaître que les industries de capitaux fixes participent aux cycles de façon plus constante que les industries de biens de consommation.

S'attachant aux théories d'épargne en général, M. Aftalion y voit impliquées trois sources d'erreur :

— des impossibilités de fait : Leurs partisans ne peuvent expli-

les 9/10 des chômeurs appartiennent aux industries de biens durables et l'arrêt de celles-ci engendre le chômage des fournisseurs de services (transporteurs, banquiers, commissionnaires) » (L. Baudin, *La monnaie et les prix*, p. 548).

(1) *Studien zur theorie und Geschichte...*

(2) M. Aftalion estime pour sa part que lorsque l'on octroie des crédits à la consommation, les prix des biens de production s'élèvent davantage, parce que une hausse légère des biens de consommation élargit fortement la marge de profit donc les prix des biens de production. Il considère, non l'effet d'un changement dans le rapport entre la dépense et l'épargne, mais l'effet d'un accroissement de l'offre de monnaie qui élèvera les prix et probablement davantage ceux des biens de production : par suite du retard des coûts derrière les prix, avec le retard du taux d'intérêt sur la hausse du taux des profits à venir, un déséquilibre surgit dans la structure interne des prix puis sera rectifié et fera place à un nouvel équilibre des prix des biens de consommation et des biens de production.

(3) *Les crises périodiques de surproduction*, t. I, p. 106.

quer comment des épargnes peuvent demeurer oisives plusieurs années. Invoquer un placement temporaire à la Bourse ne résout pas la question mais la déplace seulement, en transférant le montant de l'épargne au vendeur du titre. Il en est de même pour les placements temporaires de toute espèce : profiter de l'épargne pour rembourser un prêt, la déposer en banque... — dans tous ces cas, la thésaurisation n'intervient que provisoirement et pour une très faible part. M. Aftalion chercherait plutôt ailleurs les véritables causes de l'accroissement d'épargne : dans le ralentissement des transactions et la baisse des prix qui provoquent un chômage de la monnaie considérée comme agent de circulation. Le reflux, dans ces conditions, ne constituera pas un pouvoir d'achat supplémentaire mais la mise en circulation d'instruments d'échange additionnels. Lorsque les théories d'épargne prétendent se fonder sur le contraste entre la faible intensité des demandes d'épargne et l'affluence de l'offre, elles s'attachent à une illusion ;

— des impossibilités théoriques : La doctrine des débouchés ne permet pas de soutenir que la production, à la fin de la prospérité, puisse être supérieure au pouvoir d'achat : à production majorée, pouvoir d'achat majoré. La consommation capitaliste peut être différée, sans que cela implique sous-consommation.

— des erreurs sur les conséquences de l'épargne : Il n'est nullement certain que son afflux soutienne la prospérité durant plusieurs années ni que la crise résulte de sa pénurie.

CHAPITRE II

Les théories distributionnelles.

Tandis que les théories examinées dans le chapitre précédent s'attachent à la quantité de l'épargne, les économistes que nous allons examiner maintenant y ajoutent des considérations relatives à la distribution de la monnaie. Pour eux, la rupture de l'équilibre économique résulte d'une insuffisance *inévitabile* du revenu du consommateur pour absorber la totalité de la production lorsque l'épargne s'accroît.

Parmi les représentants de ces théories, nous examinerons ici M. Hobson et M. Bouniatian — le premier présentant la théorie distributionnelle sous sa forme la plus pure, le second y faisant entrer d'autres considérations.

§ 1. — M. Hobson (1).

a) *Introduction.*

La distribution des pouvoirs productifs du travail et du capital entre les divers biens s'effectue suivant un certain rapport, qui varie continuellement, mais tel qu'à tout moment il y ait équilibre réel de l'énergie productive employée dans les différentes branches de production.

Ce qui commande ce rapport, c'est une anticipation intelligente de l'usage des revenus monétaires distribués aux propriétaires des facteurs de production. Le revenu net de la communauté est dépensé en biens de consommation ou s'investit en nouveau capital (2). Dans un système économique bien équilibré, la demande effective ne fait défaut à aucune classe de production, et le revenu monétaire est constamment transféré dans le revenu réel qu'il représente.

(1) *The economics of unemployment.*

(2) La variation des crédits bancaires, au contraire, altère la proportion entre la dépense et l'épargne.

En raison de la longueur du procès de production, le revenu distribué sous forme de « coûts » à chaque période, s'il est dépensé sans retard, n'est pourtant utilisé qu'à l'achat de produits dont une bonne partie du coût se rattachera à une période antérieure. Cette remarque n'a aucun effet tant que la proportion entre la dépense et l'épargne ne varie pas. C'est ainsi que dans le cas où la technique a réalisé des progrès, le fait que les biens achetés cette année émanent pour une bonne part du travail de l'année précédente, implique seulement que les prix payés diminueront peu à peu, à mesure que le progrès technique s'étendra dans le processus de production.

Lorsque l'outillage se substitue rapidement au travail, le coût réduit de la production sera consacré pour une plus large part au capital — ce qui semblerait impliquer une proportion accrue de l'épargne par rapport à la dépense. Il est pourtant fréquent que l'augmentation de la productivité résulte de l'adoption d'un équipement meilleur marché et non plus coûteux.

Etant donné qu'une épargne monétaire moindre investie dans un outillage moderne peut représenter une productivité plus grande du capital, il n'est pas permis de supposer *a priori* que la part accrue de l'outillage dans la production exige à la fois un accroissement du volume de l'épargne et de sa proportion relative avec la dépense.

Si l'augmentation de la productivité ou la réduction des coûts unitaires se traduisaient, totalement et promptement, par une chute correspondante des prix, il n'y aurait aucun trouble dans la relation entre la dépense et l'épargne. Mais c'est supposer la pleine utilisation des nouveaux pouvoirs productifs, et supposer en outre que le travail reçoit la même proportion du nouveau revenu « réel » plus grand.

En cas de libre concurrence, si la nouvelle technique est accessible à tous, la production sera assez développée pour que le public, par la chute des prix, profite de l'essentiel du résultat — pas forcément du résultat tout entier, car l'emploi du nouvel outillage peut être limité par la satiété de la consommation. D'autre part, si quelques entreprises utilisent les premières le nouveau procédé technique, on peut craindre de voir s'établir un cartel fixant un prix basé sur le profit maximum, et restreignant l'emploi du procédé. Au contraire, le libre jeu de la concurrence aurait permis, grâce à l'élasticité de la demande, de ne pas réduire le personnel, par la chute de prix de donner au travail une propor-

tion accrue du revenu réel, et par sa dépense en biens de consommation de maintenir en plein emploi le capital et le travail dans les divers procès.

b) *Surépargne.*

La dépression résulte ou témoigne d'un excès de pouvoir productif et d'une déficience correspondante du pouvoir de consommation : il y a « surépargne » (ou « sous-dépense ») de la société, en ce sens qu'on a créé plus de biens de capital qu'on n'en peut utiliser pour la consommation future. Les faits montrent qu'en dépression, de grandes masses de capital restent oisives. Elles représentent un excès d'épargne antérieure qui se perd sans pouvoir s'employer dans la production. Les autres explications de la dépression, qui se fondent sur des forces psychologico-financières, bien que celles-ci jouent un rôle en exagérant les fluctuations, sont néanmoins secondaires et n'exercent pas d'influence première et indépendante. Les troubles actuels marquent la défaite du libéralisme qui prétend assurer l'équilibre par la libre concurrence, la mobilité du capital et du travail. Les destructions de la guerre une fois réparées, l'épargne menace à nouveau de submerger le monde de produits invendables. Les prix ne peuvent couvrir les coûts ; pour maintenir productif le nouveau matériel, il faut conquérir des marchés. Un système économique libéral ne peut assurer une distribution du revenu qui préserve un équilibre réel entre la dépense et l'épargne.

c) *La distribution du revenu.*

La sous-consommation traduit en effet l'action de certains facteurs irrationnels dans le fonctionnement du système économique : rentes, profits supplémentaires, chances de gain — qui ne sont pas nécessaires pour entretenir l'effort humain mais bien au contraire le répriment. Ce gain « non gagné » reçoit le plus souvent un emploi irrationnel. Il constitue pour la plupart une simple addition à un revenu déjà suffisant et la majeure partie en est épargnée presque automatiquement (1). Son investissement enfin est irrationnel : dès que la crise menace, par suite de l'excès du capi-

(1) « L'accumulation de revenus immenses entre les mains de quelques hommes qui, ne pouvant les dépenser pour leurs besoins, détournent ces forces du circuit économique normal et les emploient à multiplier encore des moyens de production déjà trop nombreux... » (A. Maurois : *Mes songes que voici*, p. 54).

tal investi dans les industries instrumentaires, le flot de ces épargnes s'arrête et se tourne vers la spéculation ou l'attente en banque de temps meilleurs. Ce sous-investissement entraîne le chômage et la dépression. Et quand les prix se relèvent, le cycle recommence.

Ainsi l'on constate une tendance normale à épargner une proportion du revenu plus grande que celle qui pourrait servir comme capital d'une manière effective et continue. Le conservatisme naturel des industries de biens de consommation explique en partie l'incapacité de la consommation à suivre les industries de production plus progressives. Mais cette tendance est considérablement renforcée par les inégalités dans la distribution du revenu qui en laissent une plus large part à des classes relativement moindres qui, une fois leurs désirs économiques satisfaits, ont un surplus de revenu fort important à investir. La grande masse de l'épargne résulte de cette accumulation presque automatique (en ce sens qu'elle n'implique pas de sacrifice appréciable sur la consommation courante).

En somme, M. Hobson suppose que les institutions du capitalisme passent d'un taux constant d'épargne à un taux croissant qui vient rompre l'équilibre entre les prix et les coûts.

L'épargne bénéficie d'une valeur particulière d'ordre émotionnel. C'est seulement tout récemment, depuis l'essor des pays neufs, que s'est posé le problème de surépargne. Si tout homme peut investir la proportion de revenu qu'il désire, il n'en va pas de même du système économique. La proportion du revenu général qui est utilisable à un investissement avantageux est limitée ; la dépasser, c'est risquer l'engorgement de la production, le chômage (1).

Les économies planifiées (qu'il s'agisse de l'économie d'un Robinson Crusoé, ou d'un régime communiste) s'efforcent de pré-

(1) Dans notre système économique, allègue M. Robbins, le mécanisme des prix assure la sécurité cherchée en distribuant l'énergie productive par fluctuation du prix de l'épargne c'est-à-dire du taux d'intérêt : tant qu'il n'est pas nul, on peut présumer que l'investissement est économiquement justifié.

Mais, répond M. Hobson (dans *Economica* de novembre 1933), notre système économique est si plastique que dans la dépression la plus profonde subsistent des occasions de placement — et pourtant l'épargne est excessive, puisque des capitaux importants restent oisifs. Mais ces occasions de placement profitable ne sont connues que d'un cercle restreint, ou bien le taux d'intérêt accordé correspond à une rémunération des risques, enfin il peut être justifié par les besoins des gouvernements.

voir rationnellement l'utilité présente et à venir des produits, de corriger les fautes par l'expérience. Plutôt que de laisser aux tiraillements économiques respectifs des individus le soin de proportionner le travail et son produit, elles tentent un plan plus conscient pour assurer une certaine proportion entre les productions de biens de consommation et de biens de capital considérées dans leur ensemble, et entre les activités consacrées à ces deux catégories de biens. Si des erreurs sont possibles dans la détermination de la privation présente au profit de l'avenir (comme c'est le cas en URSS), il n'y a dans un tel système aucune tendance naturelle aux fluctuations cycliques et au chômage qu'elles entraînent, c'est-à-dire aucune tendance à une création excessive de biens de capital, parce qu'il se consacre à leur production trop de capital et de travail.

d) *Controverse entre M. Durbin et M. Hobson.*

Une controverse opposa M. Durbin et M. Hobson dans *Economica*, en 1933, sur les origines du cycle. En particulier M. Durbin profita de l'occasion pour procéder à un examen critique de la théorie d'Hobson.

M. Durbin nie, pour sa part, que le cycle résulte des effets de l'accroissement du taux d'épargne. Si c'était exact, la dépression ne devrait-elle pas être précédée d'une chute constante de la demande de biens de consommation (ou plutôt de son taux d'expansion), par conséquent des profits réalisés dans cette branche de production ? Or, c'est un fait familier que les profits continuent à s'accroître longtemps après le début de la dépression.

M. Hobson semble négliger le sens de l'épargne forcée qui résulte de l'inflation du revenu des consommateurs par crédits à la production. Lorsque les banques développent leurs crédits parallèlement à l'expansion de la production, dans le but de stabiliser les prix, il ne s'agit pas là d'inflation, d'après M. Hobson.

Mais dans ce cas (puisque, d'après lui, l'investissement réduit les coûts) si les prix sont stabilisés, les profits s'élèveront — et ce sera le point de départ d'un procès cumulatif d'inflation qui ne pourra prendre fin que par une déflation imposée par le système bancaire, qui était à l'origine immédiate de la dépression.

M. Durbin se refuse à admettre qu'il faille lier l'injustice dans la distribution du revenu et l'existence d'une épargne automatique avec un déséquilibre d'ordre purement monétaire. Même s'il

est exact que le taux d'épargne monétaire dépende de l'inégalité dans la distribution, ce taux ne détruira nullement l'équilibre *monétaire* (1) en abaissant les prix au-dessous des coûts dans la production de biens de consommation. Quel que soit ce taux, s'il est constant, il réduira les coûts au-dessous des prix comme tout autre taux. Il n'y a aucun rapport entre les considérations sociales et les questions d'équilibre monétaire. On peut répondre à M. Hobson par cette question : si l'on admet que la distribution devienne plus équitable, mais que chacun devienne plus économe, de sorte que le taux d'épargne monétaire reste le même, y aura-t-il ou non équilibre monétaire dans le système économique ? M. Durbin reproche à M. Hobson de n'avoir pas su distinguer entre trois conceptions différentes du taux d'épargne :

— Le « taux d'épargne social idéal », qui mesure la balance entre les satisfactions présentes et futures de tous les individus d'une part, les occasions techniques d'investissement d'autre part. La distribution du revenu influe certainement sur sa détermination.

— Le « taux d'épargne monétaire », qui est celui qui, à tout moment, gardera le niveau de prix des biens de consommation au-dessus de leur coût ;

— Le « taux réel d'épargne », qui satisfait les préférences des consommateurs, étant donné la distribution des revenus (2).

Quant à savoir si la distribution des revenus affectera le taux réel d'épargne, et dans quelle mesure elle provoquera des divergences entre le taux réel et le taux d'épargne idéal, c'est un problème qui n'a rien de commun avec la détermination du taux qui assure l'équilibre. Le problème de l'équilibre monétaire est d'assurer l'identité de la fraction de revenu net épargnée et de la fraction de ressources réelles investies en biens de capital — et non, comme M. Hobson paraît le croire, l'identité plus lointaine entre

(1) Mais qu'entend-il par là, demande M. Hobson ? S'il s'agit de l'équilibre entre les coûts et les prix, en quoi cela peut-il se rapporter à la théorie suivant laquelle la distribution par son injustice tend à créer un montant excessif de biens de capital ?

(2) Aucune de ces trois conceptions, d'après M. Hobson, n'atteint l'essentiel de son raisonnement. Dans la seconde ce n'est pas le taux qui est mauvais, mais le rapport de l'épargne à la dépense. Dans une société égalitaire devrait apparaître un *montant* plus grand d'épargne car l'accroissement de demande de biens de consommation permettrait une expansion de la production et un emploi plus grand de l'outillage. Il y a parfaite compatibilité entre un équilibre monétaire (où le niveau de prix est égal aux coûts) et une dépression continue stabilisée.

cette fraction et celle qui assurera l'utilité maxima pour le consommateur représentatif.

Un équilibre monétaire est compatible avec n'importe quel taux constant, conclut M. Hobson, mais avec nul taux d'épargne croissant.

§ 2. — *M. Bouniatian* (1).

L'examen des faits met en évidence que les prix varient dans une proportion plus forte que les quantités. La loi de King — suivant laquelle le prix du blé varie approximativement en sens inverse et en progression géométrique lorsque la récolte varie en progression arithmétique — prend une signification générale (2).

L'utilité représente une combinaison, différente pour chaque bien, de la « désirabilité » et de la qualité des biens. Donc le prix du bien le moins indispensable variera en sens inverse et dans une proportion légèrement plus forte que sa quantité : sur cette remarque se sont fondées les politiques de restriction de la production.

Les variations de la quantité des biens doivent entraîner des variations plus importantes mais inverses de la valeur totale de l'ensemble des biens qui servent aux mêmes besoins. Ces variations modifient le niveau général des prix et la valeur globale de tous les biens sans engendrer, comme le voudrait la théorie monétaire des réactions opposées dans les prix et la valeur totale des autres biens.

De ce fait, dans les lois de la variation de la valeur, un facteur peut augmenter PT malgré la diminution de T , et inversement, puis amener $MV + M'V'$ en accord avec le second terme par variation de V et V' , au besoin même de M et M' : ainsi les changements de quantité des biens deviennent les facteurs des variations.

Les fluctuations des besoins sociaux qui modifient la diffusion de la demande à l'égard de certains biens constituent un autre facteur de ces variations. Par ces fluctuations se réalisent les mouvements généraux et progressifs des prix : tout changement du niveau général des prix fait ressortir un nouveau facteur du mou-

(1) *Crédit et conjoncture*.

(2) « M. Bouniatian y voit un aspect de la loi de Weber et de cette loi plus générale des variations de l'intensité de tous nos besoins en fonction de la quantité des biens appliqués à leur satisfaction. Toutefois il la ramène à des termes plus acceptables en la transformant en une loi de variation plus que proportionnelle... Aujourd'hui l'inexactitude de la prétendue loi de King est reconnue » (L. Baudin : *La monnaie et la formation des prix*, p. 110).

vement des prix, l'action de la répartition sur la formation de la valeur des biens. C'est ainsi qu'une hausse de prix de telle catégorie entraîne une centralisation du pouvoir d'achat, et inversement.

Considérons une période où les prix sont en équilibre relatif, et supposons une diminution de quantité ou une concentration de la demande sur un bien. Son prix s'élève d'une façon relativement plus considérable et un certain pouvoir d'achat se concentre chez ceux qui le détiennent, ce qui favorise la demande de biens de capital car le « besoin » d'accumuler est un des plus puissants qui soit, et s'accroît plus rapidement avec les revenus. Les prix de ces biens s'élèvent, la centralisation du pouvoir d'achat provoque à son tour une concentration de la demande sur ces biens. Le mouvement ascensionnel des prix des biens de capital se développe, entraîne par nivellement les prix des autres biens, stimule l'activité, accélère la vitesse de circulation, augmente les moyens fiduciaires de règlement. Cette tendance excessive à l'accumulation et à la création de moyens de production élève la production à un tel point que les prix de ces produits fléchissent soudain. Une crise de surproduction éclate, la baisse est générale et progressive. La décentralisation réduit la demande de biens de production qui forment un centre de dépression.

Les fluctuations continues des prix résultent donc de la loi de variation proportionnelle de la valeur qui traduit en valeur sociale de tous les biens, d'une façon bien plus accentuée, toutes les variations des quantités de biens et de leur demande.

§ 3. — *Examen critique des théories distributionnelles.*

D'une façon générale la théorie distributionnelle ne peut soutenir un examen approfondi (1).

En sa forme la plus crue elle établit seulement que la majorité des consommateurs a des besoins non satisfaits mais des revenus étroitement limités, tandis que quelques-uns disposent de revenus suffisants mais ne peuvent découvrir en eux de désirs qu'ils ne puissent combler. Pour cette raison les profits aussitôt réinvestis donnent naissance à de nouveaux biens de production, sans que le pouvoir d'achat du consommateur bénéficie d'un accroissement parallèle qui lui permette d'absorber la production accrue.

(1) Voir notamment M. Ellis : *German monetary theory*, ch. XXII.

Tel est le raisonnement sur lequel se fonde cette théorie, qui ne résiste pas à cette simple remarque que l'investissement réel, s'il constitue un besoin pour ceux qui bénéficient d'un profit, implique nécessairement, au même degré, débours de fonds aux travailleurs et aux possesseurs de ressources devant être utilisées en production.

Leurs adeptes font preuve de plus de finesse lorsqu'ils notent que le revenu mis de côté sous forme d'épargne affaiblit d'autant le pouvoir du consommateur sur les biens, et ce dernier ne reconquiert ce pouvoir qu'à mesure des débours des producteurs durant la période de production, si bien que les revenus traînent derrière la production. Mais l'équipement nouveau qui est acheté lorsque les épargnes s'investissent implique des débours au profit des consommateurs. Tout retard est éliminé par le passage direct de l'épargne à l'investissement puis par sa transformation en revenus.

Si pourtant ce raisonnement s'attache à une divergence éventuelle entre l'épargne et l'investissement, il met en lumière une sorte particulière de déséquilibre, analogue à celle que décrit M. Keynes (notamment dans sa fable des bananes). Mais cette difficulté, comme le notait M. Keynes dans ses commentaires sur les théories de MM. Foster et Catchings, se rapporte à la période postérieure à la crise et ne peut lui servir d'explication.

La distribution du revenu par rapport à l'investissement joue un rôle en précipitant les crises en deux sens : mais dans le premier, nous l'avons vu, ce n'est pas dans la distribution que réside le mal, et dans le second, l'injustice dans la distribution et ses conséquences se confondent avec la surcapitalisation technique.

Dans la période qui précéda la crise de 1929, il semble évident que l'industrie s'était orientée à l'excès vers des objets de production de masse, et que la distribution du revenu ne permettait pas aux classes pauvres ou moyennes, d'absorber la totalité de cette production. Mais à moins de soutenir que la distribution du pouvoir d'achat devra être telle que les producteurs auront toujours raison, quoi qu'ils entreprennent de produire, l'erreur résidait dans le fait que le capital était mal employé. La difficulté n'est pas une surabondance du capital en général, mais son usage particulier. La mauvaise distribution du revenu ne désigne pas l'inégalité toujours sous-jacente à cette distribution, mais l'accroissement de cette inégalité. Ainsi interprétée, la surcapitalisation distributionnelle vient donc coïncider avec la variété technique.

§ 4. — *Conclusion.*

Si la théorie distributionnelle ne peut être soutenue sous sa forme absolue, il faut lui reconnaître toutefois le mérite d'attirer l'attention sur l'importance de la répartition, et des modifications qu'elle peut engendrer dans l'orientation générale de la monnaie (1).

Chaque classe épargne une certaine proportion du revenu, et cette proportion ne varie guère à l'intérieur d'une même classe sociale. Mais elle est différente suivant les classes. Si bien que, lorsque pour une raison quelconque la répartition du revenu varie entre les classes, le montant de l'épargne pourra varier de façon considérable.

Des questions de traditions, de psychologie interviennent en agissant sur les fluctuations de l'épargne donc sur l'emploi de la monnaie. Si la formule grossière de ces théories ne suffit pas à en rendre compte — et encore moins à faire de ces phénomènes la cause des crises — il importe néanmoins de mettre en lumière comment les changements dans la répartition des revenus peuvent entraîner des modifications profondes dans l'emploi de ces revenus, étant donné que chaque classe adopte une attitude différente envers la dépense et l'épargne.

Or il est un fait : c'est que l'évolution générale de presque toutes les grandes nations (2) tend à une redistribution des revenus

(1) Cf. M. L. Baudin : *La monnaie et la formation des prix*, p. 557.

(2) Pour prendre le cas de la France, les promoteurs de l'« expérience » de 1936 se sont donné pour but d'accroître le revenu des travailleurs salariés. Si l'on tient compte de la baisse du pouvoir d'achat du franc qui résulta de la dévaluation et de la hausse des prix, cette tentative n'eut qu'un demi-succès sur ce point puisque le pouvoir d'achat des salariés (12 millions sur une population active de 21,6 millions) s'éleva de 5 à 10 % par rapport à 1935 (37 % si l'on tient compte seulement des traitements et salaires globaux, en négligeant la dépréciation du franc).

Par contre ceux qui tiraient leurs ressources des bénéfices industriels, notamment les actionnaires, voyaient décroître leur pouvoir d'achat. Or ce sont ces bénéfices qui permettaient de faire face aux réinvestissements dans l'industrie.

Un vaste bouleversement a été effectué dans la répartition des revenus, plus sensible encore si l'on considère les autres classes sociales : fonctionnaires, dont les traitements ont été relativement peu relevés en face de la hausse du coût de la vie ; paysans, dont les produits n'ont pas suivi les autres prix dans leur marche ascendante ; pensionnés, rentiers et autres titulaires de revenus fixes, sans défense devant l'effritement de leur revenu réel.

En dehors de son action sur l'épargne, cette redistribution a modifié profondément la demande de biens de consommation. Tandis que certains biens voyaient leur marché s'étendre à un nombre plus grand d'acheteurs, d'autres ne trouvaient plus d'acquéreurs.

au profit des classes relativement les plus dépensières (1). S'il est permis de supposer que ces classes prendront peu à peu l'habitude d'épargner une partie de ce surcroît de revenu dont elles bénéficient — adoptant ainsi les traditions des classes épargnantes qu'elles supplantent, — il faut reconnaître que ce transfert a pour effet une chute immédiate et partiellement définitive de l'épargne.

D'autre part, comme le remarque M. Baudin (2), ces modifications qui ont affecté la répartition des revenus favorisent l'épargne-réserve aux dépens de l'épargne productrice, les placements à court terme au détriment des placements à long terme — et par là augmentent l'instabilité du marché monétaire. Les placements temporaires l'encombrent d'une masse de capitaux qui risquent à tout moment d'en refluer, tandis que le marché financier ne dispose que de maigres ressources et donne prise à la spéculation.

S'il n'était pas déraisonnable de chercher la reprise dans le développement du pouvoir d'achat, il n'en demeurerait pas moins impossible de répartir ce qui n'est pas produit. Augmenter le pouvoir d'achat des salariés par un prélèvement arbitraire sur la production, aux dépens de catégories économiques plus faibles qui devaient restreindre d'autant leur consommation, ne résolvait pas la question.

Pour plus de détails, cf. Vaneetvelde : « Sur la diminution du temps du travail ». *Vie intellectuelle*, 25 novembre 1938.

(1) Cette redistribution s'effectuant au profit de classes plus nombreuses apparaît comme un éparpillement, et entraîne souvent le gaspillage.

(2) *La monnaie et la formation des prix*, p. 558.

CONCLUSION

Prétendre expliquer les fluctuations cycliques par des raisons d'ordre uniquement monétaire est une tentative aussi vaine que de se borner à des influences étrangères à la monnaie. Bien que son rôle soit loin d'être négligeable, la monnaie en elle-même ne saurait provoquer le cycle.

Il serait possible néanmoins de justifier une allégation aussi absolue, en cessant de considérer seulement la quantité de monnaie et sa vitesse de circulation.

S'il est exact qu'envisagée en ces deux éléments, d'ordre quantitatif tous deux, elle est incapable d'engendrer le rythme, un troisième élément, qualitatif celui-ci, — l'emploi que l'on fait de la monnaie — peut être un précieux instrument d'analyse (1).

Les désirs des individus commandent la direction donnée à la monnaie, orientent la demande. Ils peuvent provoquer des variations de prix et à travers elles réagir profondément sur la vie économique.

Quantité et vitesse de circulation de la monnaie font varier le niveau général des prix, mais toute cette thèse tend à démontrer que ses fluctuations nous importent bien moins que les fluctuations des prix relatifs et les disparités qui peuvent surgir entre eux, sans nécessairement affecter le niveau général des prix.

Quelles que soient les divergences qui séparent les économistes étudiés dans les pages qui précèdent, tous concentrent leur attention sur les mouvements relatifs des niveaux de prix particuliers.

Le « déséquilibre de la situation économique » n'est qu'un terme général qui recouvre une série de disparités :

— la plupart des pays ont une production déséquilibrée en ce

(1) « Non seulement la monnaie est un instrument d'amplification en période de prospérité, un moyen de résistance en période de dépression d'où résultent des disparités, mais elle crée directement ces disparités lorsqu'elle est aiguillée sur des voies nouvelles par son possesseur. » (L. Baudin : *La monnaie et la formation des prix*, p. 594).

sens que les industries d'exportation y sont plus développées que ne le permettent tarifs et contingents ;

— les prix eux-mêmes sont l'objet de disparités violentes. En général les prix des matières premières ou produits agricoles subissent des fluctuations bien plus accentuées que celles des produits manufacturés : « les prix et les coûts des produits manufacturés sont encore sur des échasses, ceux des matières premières et des produits manufacturés sont dans le borbier (1). » Les usines, où le coût de production est élevé, ne peuvent vendre suffisamment en raison de leurs prix élevés, et de ce fait ne peuvent acheter assez de matières premières pour maintenir le pouvoir d'achat de leurs producteurs : « elles constituent un goulot de bouteille où le progrès industriel est étranglé et retardé, elles interrompent le cercle du commerce (1). » Dès lors les tentatives visant à mettre fin à la dépression devront tendre à élever les prix agricoles et ceux des matières premières, tandis que les produits manufacturés baisseront davantage ;

— de même des disparités surgissent entre les coûts et les prix, en raison des efforts qui tendent à s'opposer à la chute des salaires dans les industries, les transports... ;

— le déséquilibre général cache encore des déséquilibres plus particuliers entre le marché monétaire et le marché du capital : durant la dépression les gros emprunteurs se procurent à bon compte de l'argent à court terme, tandis que le taux des rentes par exemple est fort élevé.

Les disparités des prix ont présenté ces dernières années une importance plus considérable encore que ne pourrait le laisser supposer l'analyse théorique. L'expansion toujours plus large du crédit engendre une hausse de prix d'autant plus violente, et, comme cette hausse est loin de se répartir uniformément entre les prix, les disparités qui surgissent entre les prix relatifs sont d'autant plus accentuées. Mais c'est surtout durant la crise et la dépression qui s'ensuit, que ces disparités provoquent les difficultés les plus graves, en raison des obstacles qui s'élèvent de plus en plus pour s'opposer à leur redressement rapide.

Les branches de la production qui se sont développées à l'excès durant le boom ne manquent pas de défenseurs pour élever la voix contre leur résorption, dût l'économie en être assainie.

(1) M. A. Anderson : « Equilibrium creates purchasing power ». *Chase Economic Bulletin*, 12 juin 1931.

L'intervention croissante de l'Etat augmente les rigidités dans les économies nationales. Les grands services publics qu'il contrôle plus ou moins étroitement forment avec les entreprises groupées en cartels ou en trusts les « secteurs abrités » de l'économie : la nécessité de réduire les coûts, et notamment les salaires, s'y fera moins rigoureusement sentir. De ce fait, la liquidation de la crise se prolonge pendant de longues années durant lesquelles les divergences de prix pèsent lourdement sur la vie économique.

L'économie d'un pays subit le contre-coup de l'action sociale ou politique de l'Etat. Sa fiscalité — notamment par les modifications qu'elle provoque dans la répartition des fortunes — entraîne des changements profonds dans l'orientation de la demande qui risquent de réagir à leur tour sur la structure même de la production.

Les disparités des prix jouent donc un rôle sans cesse plus essentiel dans le rythme cyclique. Les économistes s'accordent, en général sur la nécessité de réduire au minimum ces fluctuations. Tantôt ils suggèrent le recours à une politique de monnaie « dirigée », tantôt au contraire ils insistent sur la nécessité d'assurer la « neutralité » de la monnaie, mais ces propositions contradictoires visent au même but : écarter les causes les plus importantes des mouvements cycliques ou même compenser l'effet combiné de leurs causes monétaires ou non monétaires. Réduire au minimum l'amplitude du rythme, tel est leur but. Toutefois quelques économistes refusent de s'associer à leurs efforts.

— Les uns, auteurs de théories non monétaires des cycles, inclinent à une vue quelque peu fataliste qui les dispense de toute tentative de remédier à un mal inévitable dans l'organisation actuelle de la production. C'est le cas notamment de M. Tugan-Baranovsky.

— D'autres, comme M. Robertson et M. Schumpeter, vont plus loin et proclament que les avantages du rythme cyclique l'emportent sur ses inconvénients. C'est dans le cycle que l'« entrepreneur », d'après M. Schumpeter, prend pleinement conscience de son rôle héroïque. Quant à M. Robertson, il insiste sur l'effet salutaire du boom, sur les progrès qu'il engendre, fût-il financé par l'épargne forcée, sans vouloir en suivre les conséquences inéluctables jusque dans la crise de dépression.

Les conclusions audacieuses de M. Robertson renferment

d'ailleurs une part de vérité. Tenter d'immobiliser le système économique, sous prétexte de le stabiliser, serait aussi dangereux qu'inutile. Eût-on le pouvoir de fixer non seulement le niveau général des prix mais les prix relatifs, tout progrès serait aussitôt arrêté. Sans doute faut-il considérer le cycle comme sa rançon. La vie économique, comme l'histoire des hommes, n'est qu'une succession d'expansions et de revers, de succès et de catastrophes, d'essors et de stagnations.

Mais ces auteurs qui jugent inutile ou même nuisible de prétendre s'opposer au rythme cyclique ne constituent que des exceptions. La plupart des économistes proposent au contraire certaines mesures destinées à pallier aux inconvénients les plus graves des cycles ou même à supprimer les crises. Tous prennent comme objectif la « direction » de la monnaie mais ils se séparent ensuite : les uns prétendent diriger la monnaie de telle sorte qu'elle puisse rétablir l'équilibre compromis ; d'autres au contraire désirent seulement veiller à ce qu'elle n'exerce aucune action néfaste.

Les théories de sous-consommation considèrent la consommation, la production, l'épargne et leurs relations réciproques comme les seuls éléments du problème. Lorsqu'une divergence surgit entre l'offre et la demande de biens, c'est-à-dire entre la production et la consommation, il suffira d'injecter du côté déficient de nouvelles quantités de monnaie pour rétablir l'équilibre. Des considérations sociales et politiques sur l'influence de la distribution des revenus par rapport à leur emploi viennent compliquer l'idée première : pour que la monnaie additionnelle reçoive la destination voulue, des restrictions économiques et financières l'empêcheront de se détourner vers la spéculation ou le gaspillage. Les théories « distributionnelles » de M. Hobson et M. Bouniatian prolongent jusqu'au socialisme ces remarques un peu simplistes : un plan conscient est substitué aux tiraillements anarchiques des individus et assure l'équilibre.

Si l'on néglige cette limite extrême, les mesures pratiques proposées varient considérablement suivant leurs auteurs : politique de monnaie « à bon marché » ; condamnation de l'épargne comme « antisociale » durant la dépression ; travaux publics financés par l'emprunt ; interdiction de réduire les salaires ; valorisation des produits agricoles ; et même — ces théories étant surtout développées aux Etats-Unis — le soutien artificiel du métal argent pour maintenir le pouvoir d'achat de la Chine. A

travers la diversité des programmes, l'idée générale reste celle d'une production qui se développe plus vite que le pouvoir d'achat. Ces deux termes étant distincts et gouvernés par des causes différentes, le problème consiste à les garder de front.

C'est mettre en cause la doctrine de l'équilibre de la vie économique, suivant laquelle pouvoir d'achat et production, production et consommation ne sont pas des facteurs distincts : le pouvoir d'achat naît de la production, la consommation dépend de la capacité de production. L'équilibre implique des relations précises entre les divers types de production, entre les prix des différentes sortes de biens, entre le marché monétaire et le marché du capital. Les prix, le taux d'intérêt servent de guide. Des forces automatiques rétablissent l'équilibre une fois troublé mieux que toute autre intervention. Le problème qui consiste à garder les diverses sortes de production en une proportion convenable est donc résolu par le mouvement des prix et des coûts, à cette condition que les prix soient flexibles, déterminés par libre concurrence et traduisent les conditions sous-jacentes de l'offre et de la demande.

Au contraire, c'est au nom du « pouvoir d'achat » que le gouvernement et les milieux d'affaires se sont opposés, au cours de la crise de 1929, à tout rajustement des salaires. Mais lorsque le chômage surgit à côté de salaires élevés, le pouvoir d'achat diminue ; d'autre part il devrait être à peine besoin de rappeler que les travailleurs ne sont pas les seuls à dépenser, mais également les actionnaires, les épargnants... sans oublier que le maintien des hauts salaires empêche la chute des prix et réduit progressivement le pouvoir d'achat de la communauté, car les usines, faute de pouvoir vendre assez, doivent réduire leurs achats de matières premières.

Le pouvoir d'achat ne saurait jaillir du néant : la monnaie le transfère sans le créer. Redistribuer les revenus ne peut aboutir qu'à engendrer de nouvelles disparités de prix ou aggraver celles qui existent déjà. Les défenseurs de ces théories s'attachent une fois de plus au niveau général des prix sans vouloir se soucier des prix relatifs : « Les classes dépensières vont acheter ce qui se trouve à leur portée et ce qu'elles désirent, en raison de leurs goûts et de leur manière de vivre. D'une part, elles feront monter les prix de détail, qui restent déjà trop élevés en période de dépression, alors qu'elles n'agiront pas sur les prix de gros dont on souhaite le relèvement. D'autre part, elles influenceront les prix

des biens de consommation, tandis que la dépression atteint surtout les biens de production, comme nous le savons. Leur action s'exercera donc à contre-sens » (1). Le caractère d'une économie progressive n'est pas la prospérité des industries de biens de consommation, mais celle des industries de biens de production.

A côté de ces projets trop sommaires de manipulations monétaires, d'autres propositions tendant à diriger la monnaie se basent sur une analyse plus profonde de la vie économique.

Les fluctuations des prix relatifs, nées des soubresauts du progrès technique par rapport aux besoins humains, peuvent laisser inchangé le niveau de prix moyen : il suffit, d'après Wicksell, que les banques, au début de la phase ascendante, élèvent suffisamment leur taux d'escompte puis le compriment lorsque commence la dépression. Seul subsiste alors un mouvement d'ondulation régulière du niveau de prix. Les propositions de stabilisation des prix ne seront efficaces que dans la mesure où elles permettront d'agir indirectement sur le taux monétaire pour l'aligner plus rapidement sur le taux naturel — le niveau de prix servant de guide pour faire varier les taux. L'ampleur que prennent les variations de prix résulte de l'impuissance des banques à suivre cette règle.

Rappelons que la « loi » de Wicksell, fondée sur la disparité des taux, ne s'applique d'après lui qu'aux variations de longue durée. Wicksell ne figure dans cette thèse qu'à titre de précurseur.

M. Keynes a une confiance presque absolue dans le pouvoir des ajustements monétaires pour apaiser les frictions qui naissent des troubles non monétaires.

D'après lui, l'épargne et l'investissement peuvent diverger pour cette simple raison qu'il n'existe pas de mécanisme automatique pour les garder égaux, lorsque le public change son taux d'épargne ou les entrepreneurs leur taux d'investissement. Adoptant sur ce point la théorie de Wicksell, M. Keynes place la condition d'équilibre du marché intérieur dans l'égalité entre le taux du marché et le taux naturel. Il appartient donc au système bancaire de régler ses prêts de telle sorte que les profits totaux soient nuls et le niveau de prix en équilibre : idéal d'ailleurs chimérique si l'on considère une période de temps trop courte, où le taux na-

(1) M. Louis Baudin : *La monnaie et la formation des prix*, p. 566.

turel peut varier si violemment que le taux bancaire ne peut le suivre.

M. Keynes estime donc que le système bancaire, par son action sur le volume des prêts et sur leurs conditions, peut approximativement déterminer le taux d'investissement : il dépendra de lui qu'il soit égal au taux d'épargne, qui résulte des décisions individuelles. Le niveau de prix de l'ensemble de la production varie par rapport au coût suivant que le système bancaire permet à la *valeur* de l'investissement de se séparer du *volume* des épargnes. Et de même, le pouvoir d'achat de la monnaie varie par rapport au coût de production suivant que le *coût* de l'investissement diverge du volume des épargnes, en raison de la politique suivie par le système bancaire.

Quoi que fasse le public, quel que soit le désir d'accroître la production non utilisable directement, le système bancaire peut du moins, dans la mesure où il agit dans ce but, intervenir comme facteur d'équilibre sur le résultat final. Par le contrôle qu'il exerce sur le prix et la quantité du crédit bancaire, il peut veiller à l'égalité entre l'épargne et la valeur du nouvel investissement, et par là même à la stabilité du niveau de prix moyen de la production totale, à son égalité avec le taux moyen de rémunération des facteurs de production. Booms et crises traduisent seulement l'oscillation des conditions de crédit qu'il pratique par rapport à l'idéal.

Le problème se complique du fait de la diversité des emplois auxquels peut se consacrer la monnaie. Dans ses efforts pour stabiliser le niveau de prix — ce qui est en définitive le dernier objectif de M. Keynes, bien plus que l'égalité entre l'épargne et l'investissement — l'autorité bancaire doit prendre soin que la finance comme l'industrie disposent de tout l'argent qui leur est nécessaire, mais à un taux qui balance exactement la position « à la hausse » dans son effet sur le nouvel investissement. M. Keynes reconnaît d'ailleurs que le problème est fort délicat ; d'autant plus qu'il n'existe aucun lien direct entre les conditions monétaires et le cours des valeurs, déterminé par l'opinion. La banque devrait donc se baser, en dernier lieu, sur les réactions probables de la situation financière sur l'équilibre recherché entre l'épargne et le nouvel investissement.

Cet acte de foi dans la toute-puissance du crédit sur la vie économique, cette conviction qu'il est possible de s'en servir comme facteur d'équilibre risquent de se heurter à de graves déceptions :

les quelques expériences de « monnaie dirigée » qui ont eu lieu ne le prouvent que trop. Ces illusions séduisantes négligent les frictions trop réelles, visent l'immédiat sans se soucier des conséquences plus lointaines qui ruineront leurs efforts, sur le plan économique (ainsi une politique de grands travaux risque de décourager l'industrie) ou même psychologique (par la défiance qu'elles provoquent dans le public). Souvent elles masquent seulement l'appel au stimulant de l'inflation, et c'est seulement dans le sens de l'abondance croissante qu'est « dirigée » la monnaie.

M. Mises flétrit au contraire la philosophie des banquiers qui a pour idéal l'expansion du crédit par l'abaissement du taux. Les risques courus sont d'ailleurs minimes pour les banques puisque l'Etat vient d'ordinaire au secours des imprudentes — mais il en résulte les booms et leur liquidation par la crise et la dépression. Ne serait-ce pas assurer un progrès plus lent certes, mais plus économique aussi, que d'éliminer tout stimulant artificiel ? Ce n'est donc plus la défaillance des banques à s'adapter au taux naturel que M. Mises met en cause, comme Wicksell et aussi M. Keynes, mais la tentation opposée, d'abaisser artificiellement le taux d'intérêt, de faire naître la prospérité du crédit bancaire.

M. Mises ébauchait déjà une politique de monnaie « neutre » et portait l'accent, non plus sur l'idée de remède, mais sur l'idée de cause : dans la mesure où le rythme cyclique traduit une influence monétaire, il est clair que, si l'on règle la monnaie de sorte qu'elle n'exerce plus d'action indépendante sur le système économique, par là même on supprime le cycle.

Par delà les idées simplistes d'immobilité de la monnaie, assurant un niveau de prix invariable — ou d'élasticité de l'offre monétaire, permettant de faire face aux variations des besoins économiques —, la théorie de la neutralité de la monnaie prétend à ce dessein plus complexe : laisser seules en jeu les influences extra-monétaires, la monnaie étant réduite à son rôle d'intermédiaire.

M. Hayek, un de ses plus brillants représentants, a analysé en détail les conditions dans lesquelles le volume de la monnaie devrait s'adapter aux variations survenues dans le système économique, et à l'inverse, les cas où il devrait rester invariable, sous peine de manquer à la « neutralité ». L'application d'une telle politique n'assurera certes pas la stabilité des prix, mais du moins ils ne seront sensibles qu'aux influences extra-monétaires, et l'amplitude de leurs variations sera considérablement moins forte.

Il importe donc de ne plus se soucier de faire varier la quantité de monnaie avec la production. Lorsque celle-ci s'accroît, la chute des prix est le meilleur palliatif contre les mauvaises directions où pourrait s'engager la production. Il peut de même paraître utopique que la Banque Centrale doive contracter le crédit afin de freiner une trop vaste expansion de crédit s'accomplissant en dehors d'elle : cette mesure est pourtant nécessaire pour prévenir l'effet dangereux des excès de crédit.

Bien que toute sa théorie tende à dégager des suggestions pratiques sur la politique bancaire, M. Hayek n'aborde pas ce domaine sans de multiples précautions. Il s'abrite d'abord derrière la nécessité d'approfondir encore les connaissances théoriques à ce sujet, il craint que le public n'abandonne pas facilement ses préjugés pour une réforme trop révolutionnaire. Puis il multiplie le nombre de cas où la monnaie doit s'adapter aux conditions économiques nouvelles ; il invoque d'autres réserves (par exemple, comment dans une période d'optimisme la Banque Centrale pourra-t-elle contrôler une expansion du crédit hors banque ? se demande-t-il sans pouvoir trouver de réponse) et aboutit finalement à cette seule règle négative : le fait que la production ou le commerce se développe ne suffit pas à justifier une expansion de crédit ; sauf lors d'une crise aiguë, les banques ne doivent pas redouter d'exagérer les précautions. Il ne sera possible d'aboutir à une conclusion plus nette qu'avec une Banque Centrale mondiale.

Mais la difficulté de distinguer dans la pratique les cas où le volume de monnaie doit varier de ceux où il doit rester invariable, le souci d'exagérer les précautions amènent fatalement celui qui tentera d'appliquer cette politique à modifier à tort le volume de la monnaie, et par conséquent à engendrer les disparités habituelles. Il ne faut pas s'illusionner sur le terme de « neutralité » : il s'agit bel et bien de « monnaie dirigée ». M. Hayek reconnaît que sa théorie n'est qu'« un instrument d'analyse et non un outil pratique ». « Regardons-la comme une indication imparfaitement formulée et continuons de croire que le mécanisme des prix relatifs fondés sur la monnaie peut toujours être troublé par des causes monétaires. On ne peut pas faire que la monnaie soit comme si elle n'était pas (1). »

*
* *

Peut-être s'étonnera-t-on de voir s'achever par des conclusions

(1) M. Louis Baudin : *La monnaie et la formation des prix*, p. 589.

pratiques aussi restreintes et douteuses cette longue étude. Son titre même fait ressortir la nouveauté des théories qui en sont l'objet : au stade où elles en sont encore, les résultats comptent moins que la manière de les obtenir. Il s'agit ici davantage de méthode que de conclusions.

Alors que l'on s'est trop longtemps attaché au niveau général des prix et à lui seul, ces théories font ressortir le rôle décisif des disparités des prix dans le cycle. Pour avoir raison de la dépression, il faudra d'abord, sinon les effacer, au moins en atténuer l'acuité. Il est tentant, qu'il s'agisse de prévenir la crise ou de l'arrêter, de recourir aux injections de monnaie : le soulagement qu'elles apportent n'est que passager et se paie ensuite par des difficultés plus grandes. Mieux vaut au contraire assurer le maximum de rapidité et d'aisance au mécanisme des prix dans le système économique. Il s'agit d'abstention plus que d'action, et sans doute, dans le monde actuel, c'est bien ce qui est le plus difficile à l'Etat : ne pas troubler la confiance, ne rien faire qui puisse immobiliser les prix sont des objectifs bien peu séduisants auprès d'une politique de crédit aventureuse, ou d'un plan de grands travaux. Par sa politique économique ou sociale — ou même simplement sa « politique » — l'Etat suit une voie diamétralement opposée qui accentue les oscillations cycliques. Les tentatives de monnaie dirigée se sont toutes brisées jusqu'ici sur l'impossibilité de triompher des disparités des prix.

Vu, *Le Doyen,*

G. RIPERT.

Vu, *Le Président de la thèse,*

L. BAUDIN.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER,
Le Recteur de l'Académie de Paris.

G. ROUSSY.

Bibliographie

I. — LIVRES.

- AFTALION. *Crises périodiques de surproduction*, 1913.
CANTILLON. *Essai sur la nature du commerce en général*, t. II.
CAREY. *Principes de la science sociale*, t. II.
CASSEL. *Traité d'Economie politique*, 1927, t. II.
DURBIN. *Purchasing power and trade depression*, 1933.
ELLIS. *German monetary theory, 1905-1933*, 4^e partie.
HAWTREY. *The art of central banking*, 1932.
— *Trade depression and the way out*, 1933.
HAYEK. *Prices and production*, 1932.
— *Monetary theory and the trade cycle*, 1933.
HOBSON. *The economics of unemployment*, 1923.
KEYNES. *Treatise on money*, 1930.
LABROUSSE. *Esquisse du mouvement des prix et revenus en France au XVIII^e siècle*, 1933.
LESCURE. *Des crises générales et périodiques de surproduction*, 1923.
MACHLUP. *Borsenkredit, industriegeld und Kapitalbildung*, 1931.
MISES. *The theory of money and credit*.
PARETO. *Cours d'Economie politique*.
ROBERTSON. *Banking policy and the price-level*, 1926.
SMITH. *Richesse des nations*, livre II.
DEL VECCHIO. *Ricerche sopra la teoria generale della moneta*, 1932.
WICKSELL. *Interest and prices (Geldzins und Güterpreise, 1898)*.
— *Lectures on political economy (Vorlesungen über Nationalökonomie)*.

II. — ARTICLES DE REVUES.

- AKERMAN et K. WICKSELL. A pioneer of econometrics. *Econometrica*, avril 1933.
ANDERSON. Equilibrium creates purchasing power. *Chase economic bulletin*, juin 1931.
BARGER. Neutral money and the trade cycle. *Economica*, novembre 1935.
— *Theory of money and credit* de Mises. « Books review » d'*Economica*, 1935.
BAUDIN. Les facteurs de dépression d'après les banquiers anglais. *Revue d'Economie politique*, 1931.
BODE et HABERLER. Monetary equilibrium and the price-level in a progressive economy. *Economica*, de février 1935.
BRESCIANI-TURONI. *Monetary theory and the trade-cycle* d'Hayek. « Books review » d'*Economica*, 1934.
CARVER. A suggestion for a theory of industrial depression. *Quarterly journal of economics*, mai 1903.

- COURTIN et FROMONT. Essai sur la crise agricole : production et population. *Revue d'Economie Politique*, juillet 1930.
- DAMPIER-WHETHAM (Sir). Money, prices and unemployment. *Lloyds bank review*, juillet 1931.
- DURBIN. Controverse sur la sous-consommation. *Economica*, novembre 1933.
- FANNO. Inter-relation des prix et courbes statistiques de demande et d'offre. *Econometrica*, 1933.
- FRENCH. The significance of time-deposits in the expansion of bank-credit from 1922 to 1928. *Journal of Political Economy*, décembre 1931.
- HABERLER. *Geldtheorie und Konjunkturtheorie* d'Hayek. « Books review » du *Journal of Political Economy*, juin 1931.
- HANSEN. A fundamental error in Keynes' *Treatise on money*. *American economic review*, septembre 1932.
- HANSEN et TOUT. Annual survey of business cycle theory. *Econometrica*, avril 1934.
- HAWTREY. *Monetary theory and the trade-cycle* d'Hayek. « Books review » d'*Economic Journal*, 1933.
- Notes et memoranda : M. Robertson on « saving and hoarding ». *Economic Journal*, décembre 1933.
- *Prices and production* d'Hayek. « Books review » d'*Economica*, 1932.
- *The theory of money and credit* de Mises. « Books review » d'*Economic Journal*, 1935.
- HAYEK. Capital and industrial fluctuations. *Econometrica*, avril 1934.
- *Grundzüge des theorie des revirtschaftlichen Guterwertes* de Bohm-Bawerk. « Books review » d'*Economic Journal*, 1932.
- Money and capital : reply to Sraffa. *Economic Journal*, 1932.
- The paradox of saving. *Economica*, 1931.
- Reflections on the pure theory of money of J. M. Keynes. *Economica*, août 1931, février 1932.
- *Trade depression and the way out* de HawtreY. « Books review » d'*Economica*, 1932.
- HOBSON. Controverse sur la sous-consommation. *Economica*, novembre 1933.
- KEYNES. The pure theory of money : reply to Hayek. *Economica*, novembre 1931.
- Notes et memoranda : reply to Robertson. *Economic Journal*, décembre 1933.
- KUZNETS. Monetary business cycle theory in Germany. *Journal of Political Economy*, avril 1930.
- LANDRY. Une théorie négligée de l'influence de la direction de la demande sur la productivité du travail, les salaires et la population. *Revue d'Economie politique*, 1910.
- LANSBURGH. Controverse avec Keynes sur la monnaie. *L'Information*, 6 août 1932.
- MARGET. *Geldtheorie und Konjunkturtheorie* d'Hayek. « Books review » d'*American economic review*, juin 1930.
- The monetary aspects of the Walrasian system. *Journal of Political economy*, avril 1935.
- RIST. Théories relatives à l'action de l'or et du taux d'escompte sur le niveau général des prix. *Revue d'Economie politique*, septembre 1935.
- ROBBINS. *Borsenkredit, industriegredit und kapitalbildung* de Machlup. « Book review » d'*Economica*, 1931.

- ROBERTSON. Industrial fluctuations and the natural rate of interest. *Economic Journal*, 1932.
- Mr. Keynes' theory of money. *Economic Journal*, septembre 1931.
- Notes et memoranda. *Economic Journal*, décembre 1933.
- ROBINSON. A parable on saving and investment. *Economica*, février 1933.
- SIMMONS. M. Keynes' control scheme. *American economic review*, juin 1933.
- SRAFFA. Doctor Hayek on money and capital. *Economic Journal*, 1932.
- THOMAS. The monetary doctrines of Professor Davidson. *Economic Journal*, 1935.
- WICKSELL. The influence of the rate of interest on prices. *Economic journal*, juin 1907.
-

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	I
--------------------	---

PREMIÈRE PARTIE. — KNUT WICKSELL

INTRODUCTION.....	9
-------------------	---

Section I. — La doctrine de Wicksell.

CHAPITRE I. — LE TAUX NATUREL ET LE TAUX DE PRÊT.....	12
§ 1. Taux naturel et taux de prêt.....	12
§ 2. La divergence de ces taux et ses effets sur les prix.....	13
§ 3. Rôle des banques.....	16
CHAPITRE II. — EXPOSÉ APPROFONDI DE LA THÉORIE.....	19
§ 1. Le taux naturel et les causes qui le déterminent.....	19
§ 2. L'emploi de la monnaie	22
CHAPITRE III. — L'ÉVOLUTION DE LA DOCTRINE DE WICKSELL	27
§ 1. Le concept de taux normal.....	27
§ 2. Nouvelle analyse de la répercussion d'une discordance des taux sur les prix.....	29
§ 3. La théorie des crises.....	31
CONCLUSION.....	35

Section II. — Critique de Wicksell.

CHAPITRE I. — LA CONCEPTION DU TAUX NATUREL. — CONTROVERSE AVEC DAVIDSON.....	38
CHAPITRE II. — LE PARADOXE DE GIBSON ET AUTRES CRITIQUES.....	45

Section III. — Deux disciples de Wicksell : Mises, Machlup.

CHAPITRE I. — M. L. VON MISES.....	50
CHAPITRE II. — M. MACHLUP	58

DEUXIÈME PARTIE. — M. KEYNES

INTRODUCTION.....	61
-------------------	----

Section I. — La doctrine de M. Keynes.

CHAPITRE I. — PRÉLIMINAIRES	63
§ 1. Le niveau général des prix et les prix relatifs.....	63
§ 2. Définitions	64

CHAPITRE II. — LES ÉQUATIONS FONDAMENTALES DE LA VALEUR DE LA MONNAIE	67
CHAPITRE III. — ENSEIGNEMENT DES ÉQUATIONS FONDAMENTALES..	73
§ 1. Les caractéristiques du profit.....	73
§ 2. Le niveau de prix des nouveaux biens d'investissement.....	74
§ 3. La relation du niveau de prix à la quantité de monnaie.....	77
CHAPITRE IV. — LES CONDITIONS D'ÉQUILIBRE	80
§ 1. La condition « profits nuls ».....	80
§ 2. Le taux d'intérêt ou taux bancaire.....	81
§ 3. Inflation ou déflation.....	81
§ 4. Direction causale d'un changement.....	82
§ 5. Les entrepreneurs et leur attitude.....	83
§ 6. La condition de l'équilibre sur le marché extérieur.....	83
§ 7. Changements des niveaux de prix dus à des changements « spontanés » des salaires.....	85
CHAPITRE V. — LA DISTINCTION DE L'INVESTISSEMENT ET DE L'ÉPARGNE.	86
§ 1. Epargne et investissement	86
§ 2. Une illustration : la plantation de bananes.....	88
§ 3. Développement de la théorie de M. Keynes.....	88
CHAPITRE VI. — L'ACTION DU TAUX BANCAIRE ET SES MOYENS.....	91
§ 1. La théorie générale du taux bancaire.....	91
§ 2. Quelques aspects spéciaux du taux bancaire.....	94
§ 3. La fonction du taux bancaire par rapport à l'équilibre externe..	96
§ 4. Le rapport entre le taux bancaire et la quantité de monnaie....	97
CHAPITRE VII. — CIRCULATION INDUSTRIELLE ET CIRCULATION FINANCIÈRE.....	100
§ 1. Distinction de l'industrie et de la finance.....	100
§ 2. Les facteurs qui déterminent le volume de la « circulation industrielle ».....	100
§ 3. Les facteurs qui déterminent le volume de la « circulation financière ».....	102
CHAPITRE VIII. — LES CAUSES D'UN DÉSÉQUILIBRE DU POUVOIR D'ACHAT. CHANGEMENTS DUS A DES FACTEURS MONÉTAIRES.....	105
§ 1. Classification des causes d'un déséquilibre du pouvoir d'achat de la monnaie.....	105
§ 2. Les changements dus à des facteurs monétaires.....	106
CHAPITRE IX. — CHANGEMENTS DUS AUX FACTEURS DE L'INVESTISSEMENT. LE CYCLE DE CRÉDIT.....	112
§ 1. Définition du cycle de crédit.....	112
§ 2. Genèse et développement d'un cycle de crédit.....	113
CHAPITRE X. — QUELQUES ASPECTS SPÉCIAUX DU CYCLE DE CRÉDIT	119
§ 1. Justification d'une « commodity inflation ».....	119
§ 2. L'incidence d'une « commodity inflation ».....	121
§ 3. Le cours normal d'un cycle de crédit	123

Section II. — Critique de M. Keynes.

INTRODUCTION	124
CHAPITRE I. — LA CONCEPTION DU PROFIT.....	125
§ 1. M. Robertson critique la distinction des profits et des revenus..	125
§ 2. M. Hayek critique le caractère purement monétaire du profit au sens de M. Keynes.....	129

CHAPITRE II. — L'ANALYSE DE L'INVESTISSEMENT.....	133
CHAPITRE III. — LES ÉQUATIONS FONDAMENTALES.....	139
CHAPITRE IV. — LA THÉORIE DU TAUX BANCAIRE.....	151
CHAPITRE V. — L'EXCÈS D'ÉPARGNE.....	156
CHAPITRE VI. — LA SPÉCULATION A LA BAISSÉ.....	166
§ 1. Position de M. Keynes.....	166
§ 2. Critiques de M. Hayek.....	169
§ 3. M. Keynes précise à nouveau sa théorie.....	171
§ 4. Remarques de M. Robinson.....	172
CHAPITRE VII. — LA THÉORIE DU CYCLE ; NOTES SUR LES TAUX D'INTÉRÊT A LONG TERME ET A COURT TERME.....	175
CONCLUSION.....	183
APPENDICE. — M. ROBERTSON.....	185
§ 1. L'épargne et le revenu.....	185
§ 2. Le « jour ».	186
§ 3. Epargne et thésaurisation.....	189
§ 4. Disparités des prix et fluctuations cycliques.....	192

TROISIÈME PARTIE. — M. FRIEDRICH VON HAYEK

INTRODUCTION.....	195
-------------------	-----

Section I. — La théorie de M. Hayek.

CHAPITRE I. — L'INFLUENCE DE LA MONNAIE SUR LES PRIX.....	196
CHAPITRE II. — L'ANALYSE DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE.....	202
§ 1. Les causes de variation de la production.....	202
§ 2. Le schéma de la production.....	203
§ 3. Les conditions d'équilibre de la production.....	208
CHAPITRE III. — LES DISPARITÉS DES PRIX DURANT LE CYCLE.....	215
CHAPITRE IV. — ANALYSE DE L'INVESTISSEMENT.....	227
§ 1. Investissement en capital fixe.....	228
§ 2. Investissement en capital circulant.....	231
CHAPITRE V. — LA « NEUTRALITÉ » DE LA MONNAIE.....	234

Section II. — Critique de M. Hayek.

CHAPITRE I. — LA MÉTHODE DE M. HAYEK ET LES CRITIQUES.....	241
CHAPITRE II. — ÉPARGNE VOLONTAIRE OU ÉPARGNE FORCÉE.....	251
§ 1. L'épargne a pour résultat d'allonger le processus de production.....	251
§ 2. Lorsque le processus de production s'allonge à la suite d'un phénomène d'épargne volontaire, cet allongement tend à se maintenir.....	252
§ 3. Un allongement du processus de production provoqué par épargne forcée est nécessairement suivi d'une contraction.....	254
CHAPITRE III. — DES CRÉDITS A LA CONSOMMATION.....	258
CHAPITRE IV. — CRITIQUE DE LA CONCEPTION DE LA MONNAIE NEUTRE..	263
§ 1. Un volume de monnaie constant ne saurait assurer une baisse des prix en harmonie avec les coûts réels.....	264

§ 2. a) Un tel déclin, fût-il réalisé, n'est pas la seule condition capable d'assurer la « concurrence parfaite » des entrepreneurs. . . .	266
b) Son analyse du mécanisme des réactions de prix devant l'épargne est inexacte.	267
§ 3. L'équilibre ne dépend pas uniquement du sort d'un procès de concurrence parfaite.	268
CHAPITRE V. — M. Hayek et Wicksell.	270
CONCLUSION.	274

QUATRIÈME PARTIE. — LES THÉORIES DE SOUS-CONSUMMATION

INTRODUCTION.	277
-----------------------	-----

Section I. — Une théorie monétaire de sous-consommation : MM. Foster et Catchings.

CHAPITRE I. — EXPOSÉ SOMMAIRE DE LEUR THÉORIE.	278
§ 1. Caractère monétaire de leur doctrine.	278
§ 2. La sous-consommation, cause de la crise.	279
CHAPITRE II. — CRITIQUE DE LEUR THÉORIE PAR M. HAYEK.	284
§ 1. L'investissement de l'épargne et ses effets.	284
§ 2. L'hypothèse suivant laquelle la production ne comporte qu'un étage devant les faits.	286
§ 3. Les effets de l'investissement, en cas d'intégration verticale. . . .	289
§ 4. Seule importe la grandeur <i>relative</i> de la demande de moyens de production	291
§ 5. Quels seraient les effets des mesures que préconisent MM. Foster et Catchings ?	292

Section II. — Théories non monétaires de sous-consommation.

CHAPITRE I. — LES THÉORIES DE L'ÉPARGNE.	298
§ 1. M. Vilfredo Pareto.	298
§ 2. M. Lescure	299
§ 3. M. Tugan-Baranovsky	301
§ 4. Critique des théories d'épargne.	301
CHAPITRE II. — LES THÉORIES DISTRIBUTIONNELLES.	303
§ 1. M. Hobson.	303
§ 2. M. Bouniatian	309
§ 3. Examen critique des théories distributionnelles	310
§ 4. Conclusion	312
CONCLUSION	314

Poitiers. — Société française d'Imprimerie et de Librairie.
